

明治大学大学院商学研究科

2001年度

博士学位請求論文

## 山一証券破綻の研究

The Failure of Yamaichi Securities Co., Ltd.

学位請求者 商学専攻

河 原 久

はしがき

「100年の歴史と伝統」を有し、わが国を代表する巨大証券会社であった山一証券（以下、山一と略す）が、1997年11月24日の臨時取締役会で自主廃業に向けて営業休止を決議したことは周知のとおりである。そして、その後の99年6月2日、東京地方裁判所によって破産宣告をうけた。破産申請時の山一の債務超過額は1602億円であり、山一は日銀の特別融資を自力で返済することができなくなった。まさに山一の破産は世界金融市場で最大規模の証券会社の破綻であったといえる。

本論文は、そのような山一の「経営の失敗」を、その歴史の流れのなかで研究したものである。

論文執筆の動機は以下に述べる3点にある。第1は、筆者の後述する職歴にみられるように、山一に長期間にわたって在籍し、勤務していたことがあげられる。32年間の山一生活にあって、多くの善良かつ有能な山一ピープルと快適に共働しえたことに対する感謝の念と、その反動としての、会社を全滅に追いやることによって、山一グループ全体で1万人が職を失い、家族を含めて4万人の生活基盤を一挙に奪う結果を生じさせた山一歴代の経営トップの無能と自己保身に対するやりきれない思いとのないまぜのなかで、山一の経営の全体像を後世のために記録して残しておきたいとの強い欲求にかられたためである。一種の山一へ捧げる挽歌とでもいうべきものである。

第2は、ロシアの中世史学者であるヴァシリー・クリチェフスキーの有名な言葉に「歴史は何も教えない。しかし、その教訓を学ばないものを罰する」というのがある。失敗から教訓をくみ取らなければ、より大きな失敗を将来に招くことになるというほどの意味である。すなわち、本論文に則していえば、山一というひとつの企業の事例研究を通じて、「山一が何故消滅したか」の歴史上の検証が正しくなされることがわが国証券市場と証券業の再生と発展にも役立つのではないかと思われたところにある。

第3は、その職歴にみられるように、山一を辞したのちの9年間、外資系の証券会社と資産運用会社の経営に参加したが、そのことは、わが国と欧米の証

券業者間における企業文化、経営システム、企業倫理など諸相の相違を実感することができたよい機会でもあった。その経験の上にたって、山一の失敗の本質を考察することは、わが国証券会社が経営の原理を考える必要のある現在、意義あることであると真剣に思えたからである。

私事ながら、筆者の職歴を以下簡単に記しておくことにする。1953年山一に入社、その後、85年まで山一に勤務したが、その間一貫して個人営業、法人営業、国際営業といった営業部門に従事し、管理部門の経験はない。常務取締役・国際本部長在任中の85年に、故あって関連会社に転出を命じられた。海外勤務にあっては山一（インターナショナル）アメリカ〈ニューヨークに本社を置く山一の海外現地法人〉の社長・会長を務めた6年間は最も長かったが、その経験を通じて脳裏に描いていた山一の国際業務の構想の実現に向かって努力していたさなかにおける転出であったために、心の整理がつかないまま、その後の日々を送っていた。そんなところへ突然、UBS (Union Bank of Switzerland) から日本に証券会社を設立したいので手伝ってくれないかとの誘いがあり、意を決して山一を辞し、UBS証券（現在のUBSウォーバーグ証券会社）の新設のために取締役最高顧問として参加した。

1990年、UBS証券の経営が軌道に乗り出した頃、イギリスのマーチャント・バンクの名門であるウォーバーグが日本に投資信託会社（現在のメルリンチ・インベストメント・マネジャーズ）を設立したいので参加しないかとの話があった。たまたま、将来わが国の証券領域でも重要な位置を占めることになるであろうところのアセット・マネジメント業務に興味を抱いていたところであり、しかも資産運用業の本場であるイギリスの実体を学べるということもあって、新会社の会長兼社長として経営にあたることにした。

結果的には、1980年代から90年代にかけての外資系で働いていた時代は、わが国証券市場のグローバル化、ボーダレス化、内外同質化という坩堝のなかに生きていたことになる。そのなかにあって、外（外資系証券会社）から内（わが国の証券会社）を見た風景は異質なものであり、わが国の市場並びに市場参加者達の生存のためには、早急な経営の革新が必要であることをひしひしと感

じさせられたことを今でも鮮明に記憶している。

2001年9月

河 原 久



## 目 次

はしがき	..... I
序 章 問題意識と構成	..... 1
1 問題意識	..... 1
2 構 成	..... 2
第 1 章 山一証券経営略史	..... 7
はじめに	..... 7
1. 第 1 期(1897～1935)－小池国三・杉野喜精の時代	..... 9
(1) 小池国三の時期(1897～1917)	..... 9
(2) 杉野喜精の時期(1917～35)	..... 11
(3) 小池国三・杉野の時代に対する評価	..... 13
2. 第 2 期(1935～64)－太田収・平岡伝章・木下茂・小池厚之助・ 大神一の時代	..... 14
(1) 太田収の時期(1935～38)	..... 14
(2) 平岡伝章・木下茂の時期(1938～43)	..... 15
(3) 小池厚之助の時期(1943～54)	..... 15
(4) 大神一の時期(1954～64)	..... 18
(5) 株式派(株式営業偏重)と 債券派(債券営業偏重)の区分について	..... 19
3. 第 3 期(1964～72)－日高輝の時代	..... 21
(1) 日高輝の時期(1964～72)	..... 22
(2) 日高の時代に対する評価	..... 22
4. 第 4 期(1972～88)－植谷久三・横田良男の時代	..... 22
(1) 植谷久三の時期(1972～80)	..... 22
(2) 横田良男の時期(1980～88)	..... 23

(3) 植谷・横田の時代に対する評価	25
5. 第5期(1988～97)一行平次雄・三木淳夫・野澤正平の時代	26
(1) 行平次雄の時期(1988～92)	26
(2) 三木淳夫・野澤正平の時期(1992～97)	27
(3) 行平・三木・野澤の時代に対する評価	33
おわりに	34
 第2章    4大証券会社の経営比較(I)	
一山一証券の経営を中心として一	38
はじめに	38
1. 業界首位の逆転	38
(1) 4社体制の成立	39
(2) 証券業をとりまく環境	42
(3) 4社の経営比較一山一と野村の首位逆転を中心として一	44
(4) 山一の敗因と野村の勝因の研究	49
2. 岩戸景気時代の4社経営	51
(1) 証券業をとりまく環境	51
(2) 4社の経営比較	52
3. 証券恐慌期と山一証券の経営破綻	57
(1) 証券業をとりまく環境	57
(2) 4社の経営状況	59
(3) 山一の経営不振(4社比較を交えて)	60
おわりに	64
 第3章    4大証券会社の経営比較(II)	67
一山一証券の経営を中心として一	
はじめに	67
1. 証券恐慌期	68

(1) 証券会社の経営悪化	68
(2) 大蔵省・日銀の株式市場対策	70
2. 日銀特融と山一証券の新生	73
(1) 日銀特融	73
(2) 山一の合理化計画の推進	75
(3) 新しい「山一証券」の発足	76
(4) 日銀特融完済の早期実現	79
3. 1と2に関するコメント	79
4. 山一の理念なき経営(1)	82
(1) 証券恐慌後から株価バブル発生にいたるまでの証券市場	82
(2) 山一の経営戦略の転換	84
(3) 4社の経営基盤の比較	86
(4) 植谷経営の総括	95
5. 山一の理念なき経営(2)	96
(1) 株価バブルの発生から崩壊にいたるまでの証券市場	96
(2) 山一の変革なき経営戦略の継続	97
(3) 法人重視戦略への転換	99
(4) 横田経営の総括	101
6. 山一崩壊への歩み	103
(1) 株価バブルの崩壊と証券市場	103
(2) 山一の業績の悪化	104
(3) 行平経営の総括	105
7. 漂流する山一証券	107
(1) 1992年以降の証券市場をとりまく環境	107
(2) 破綻の危険信号の点滅	108
(3) 三木時代における山一リバイバルの機会の喪失	110
(4) 総会屋等への利益供与	111
(5) 三木経営の統括	114

おわりに	115
第 4 章    バブルと株式市場	121
はじめに	121
1. バブルの発生・崩壊とその背景	123
(1) 株価の上昇と背景	123
(2) 株価の下落と背景	127
2. バブルと株式安定保有	130
(1) 基本認識	130
(2) 株式安定保有の歴史と背景	132
(3) 株価バブルの生成と膨張を加速させた 証券市場の内生的要因	136
3. バブル膨張期におけるバブル認識と論争	139
(1) 日本経済新聞にみる「バブルの認識」	140
(2) バブル期さなかにおける専門家の株価水準に対する諸見解	142
おわりに	146
第 5 章    山一証券の簿外債務	150
はじめに	150
1. 簿外債務発生の原因	151
(1) 簿外債務発生 of 契機	151
(2) 簿外債務発生 of 経緯	154
(3) 他 3 社の損失補填の実状	161
コメント	162
2. 簿外債務の発生	164
(1) ペーパーカンパニーの設立と簿外債務	164
(2) 東急百貨店とのトラブル	169
コメント——①コンプライアンス精神の欠如②大蔵省依存体質	171

③松野証券局長の心理④大蔵省の責任問題	173
3. 簿外債務の実体と管理	175
(1) 簿外債務のストラクチャー	175
(2) 1993年の大蔵省検査と経営改善計画	176
(3) 1993年大蔵検査	181
コメント——①93年大蔵検査について②山一リバイバルの 機会の喪失	185
4. 海外の簿外債務	190
(1) 海外ペーパー・カンパニーの設立	190
(2) 海外簿外債務の発生原因	192
(3) 海外の簿外債務の額	198
コメント	198
おわりに	201
[参考資料]	207

## 第 6 章 証券会社の経営システム

—山一証券の破綻をめぐって—	226
はじめに	226
1. わが国の経営システム	227
(1) 日本型経営の特徴	227
(2) わが国の経営者組織	231
(3) 日本型経営システムの形成	233
2. わが国証券会社の経営システム	234
(1) 証券業のもつ特殊性と証券会社の経営	234
(2) 4 社体制の枠組みと 4 社間競争	237
(3) 証券会社の経営者組織と経営システム	240
3. 山一証券の破綻とその企業体質	245
(1) 自主廃業に至った背景	245

(2) 山一の破綻と企業体質	247
おわりに	252
 第 7 章    証券不祥事と企業倫理	256
はじめに	256
1. 証券不祥事	257
(1) 証券不祥事の経緯	257
(2) 4 社の企業体質	262
(3) 証券不祥事の基底にあるもの	266
2. 証券会社のモラル意識	267
(1) キャロルのモラル・マネジメント・モデル	267
(2) キャロル・モデルにおける証券 4 社の企業倫理	269
(3) 4 社を非倫理的ならしめた要因	271
3. わが国証券業の企業倫理確立のために	272
(1) 社会的潮流としての倫理意識	272
(2) 証券会社の倫理意識構造	273
4. 非倫理企業としての山一の特殊性	276
(1) 山一の企業倫理対応	276
(2) 証券会社の属性と企業倫理	276
(3) 山一のインモラル意識	279
(4) 山一のインモラル体質を生んだもの	280
おわりに	281
 第 8 章    証券会社のコーポレート・ガバナンス	284
はじめに	284
1. 利害関係者とコーポレート・ガバナンス	286
(1) 利害関係者の範囲	286
(2) 株主のコーポレート・ガバナンス	286

(3) 従業員のコーポレート・ガバナンス	288
(4) 債権者のコーポレート・ガバナンス	288
(5) 顧客のコーポレート・ガバナンス	289
(6) 取引先企業のコーポレート・ガバナンス	289
2. メインバンクとコーポレート・ガバナンス	289
(1) 問題の提起と考察の方法	289
(2) 証券恐慌期(1963～65)の山一とメインバンク	291
(3) バブル崩壊期(1990～97)の山一とメインバンク	294
3. 大蔵省によるコーポレート・ガバナンス	301
(1) 上題「大蔵省によるコーポレート・ガバナンス」の含意	301
(2) 証券市場と証券行政	302
おわりに	307
(1) コーポレート・ガバナンスの再構築	307
(2) 株主のコーポレート・ガバナンス	307
(3) 経営内部構造の革新	309
 第 9 章 山一証券と企業文化	311
はじめに	311
1. 創業から日銀特融完済後の新しい山一証券発足までの 時期(1897～1969)	314
(1) 弱い文化をもつ山一証券	314
(2) 法人の山一	320
(3) 証券民主化戦略－野村証券との対比を交えて－	324
2. 山一証券の新発足から株価バブル崩壊直後までの 時代(1969～92)	328
(1) 企業文化形成への挑戦と挫折	328
(2) 企業文化創造の機会を逃したリーダー	329
(3) 「4社の枠組み」という呪縛にかかったリーダー	332

	3. 株価バブル崩壊後から経営破綻までの時代(1992～1997).....	334
	おわりに—わが国企業文化の形成—.....	337
終	章 山一証券破綻の根源にあるもの.....	349
	はじめに.....	349
	1. 山一最後の社長.....	350
	(1) 野澤(社長)就任から退任までの時期(1997.8.11～99.6.2) ...	350
	(2) 破綻にいたった後にも根強く生き続ける企業体質.....	354
	2. 山一破綻の総括的分析.....	356
	(1) 内生的要因(山一固有の問題).....	357
	(2) 外生的要因(証券市場をとりまく環境).....	362
	3. 山一破綻の根幹にあるもの—企業文化—.....	368
	おわりに.....	374
	参考文献.....	376



## 序章 問題意識と構成

### 1. 問題意識

山一証券(以下、山一と略す)は1997年11月24日開催の臨時取締役会において自主廃業に向けての営業休止を決議した。いわゆる、山一の経営破綻である。それによって、負債総額3兆5000億円、顧客口座数286万口座、顧客預り資産24兆円、従業員数7500人、株主数8万2500人を有する巨大証券会社が消滅した。

この事件は、社会にさまざまな影響をあたえることになったが、なかでも以下に述べる2つの事象は山一破綻の大きな特徴であるとみられる。第1に、山一と相前後して発生をみた他の金融機関の破綻—三洋証券、北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行など—は営業譲渡や再建計画による処理であったために、従業員の失職のテンポが緩慢であり、かつ雇用の機会も残っていたが、山一の破綻処理は自主廃業によるものであり、そのために山一グループ全体で1万人の従業員が一挙に失職するにいたった事実である。そのことは、従業員とその家族を含めて4万人の生活基盤が一挙に失われたことを意味し、大きな社会問題として表出するにいたった。

第2に、山一の破綻が金融システム不安の口火をきることになり、金融機関の不良債権処理を促す公的資金投入の呼び水の役割の一端をになったことである。証券業界においては今なお、「山一の犠牲のうえに銀行が公的資金で救済されることになった」との見方がみうけられる。

本論文は、山一の破綻の目先の解説に終始するものではなく、山一の経営の底流にある本質(証券4社に共通した現象も多く含まれているが)を汲み上げる作業を目論みた。そのための手法は、「山一100年の歴史」を縦糸とし、「株価バブルの崩壊」といった事象と「経営システム、企業文化、経営倫理、コーポレート・ガバナンス」などの諸側面を横糸にとったマトリックス的分析である。縦糸と横糸を重ね合わせることによって、山一の経営の構造的腐食がどこにあったのかを探ることにした。

その上に立って、本論文執筆のなかに通底する問題意識は以下の3点に集約される。第1は、1990年初頭からの株価バブルの崩壊が山一の消滅に少なからざる影響をあたえたことは否めないが、同じ環境にあって何故、証券4社（以下、4社と略す）のなかにあって、山一だけが破綻するにいたったのかという問題意識である。この検証が正しくなされることによって、はじめて山一の体験がわが国証券業の将来に生かされることになるものと思われる。

第2は、証券業の変革の時代である現在こそ、過去の歴史に学ぶことが多いのではないかという意識である。それだけに、20世紀の100年を生きた山一の史実を、できるだけ正確な記録として残しておく作業は極めて意義深いものと考えられる。

第3の問題意識は企業倫理に係るものである。従来、わが国証券会社の行動基準の判断は常に行政（大蔵省証券局）の裁量にゆだねられてきた。その結果、法やルールの形骸化が進み、証券業における倫理規範の意義を証券業者が自ら問い直すことはなかった。一方、市場を相手とする証券会社は社会の常識以上の倫理観が要求される。自力で高い倫理規範を維持することによってのみ社会や顧客との信頼関係を構築することができるのではないかという思いがある。

以上のような認識を底流におきながら、山一の経営に焦点をあてて考察してみようとした。したがって本論文の構成は以下のような編成となった。

## 2. 構 成

### 第1章 山一証券経営略史

山一の、100年といわれる歴史を簡略化して描いた、いわば山一の通史である。山一が破綻した真因の解明にはその歴史の研究が必要である。なぜならば、歴史のなかで積み重ねられてきた企業文化ないしは企業体質といわれるものと、企業の消滅との相互関係のありように関する、事実にもとづいた考察は欠かせないからである。

## 第2章 4大証券会社の経営比較（Ⅰ）

第1章では山一の通史をみてきたが、山一の破綻の考察にあたってさらに深く求められるのは、太平洋戦争（以下、大戦と略す）後の山一の経営過程をより詳細に示した資料である。何故ならば、戦後になって、「証券民主化運動」の実施、「改正証券取引法」の公布、「証券取引所」の設立などの証券政策が実施されるにいたり、証券市場の構造に大きな変革がもたらせられたことによって、全く新しい時代を迎えたからである。

本章が取り扱った時代は大戦直後から証券恐慌にいたるまでの時期（1945～64）である。この時代を時代区分の分岐点としたのは、翌1965年5月に山一が第1回目の日銀特融をうけるという山一にとって重要な節目の年となったことによる。本章は、基本的には山一の経営の歴史を扱ったものであるが、そのタイトルを「4大証券の経営比較」としたのは、4社の経営数値の比較のなかで山一の経営の歴史を観察する手法をとるのが、より客観的かつ体系的であると考えられたためである。

## 第3章 4大証券会社の経営比較（Ⅱ）

第2章の続編である。本章の対象とする期間は証券恐慌期（1965）から、1997年7月30日に東京地検特捜部と証券取引等監視委員会が商法違反（総会屋への利益供与）と証券取引法違反（損失補填と利益追加）の容疑で山一本社などの家宅捜索を行ったが、その直前までの時期である。捜査をうけて1997年8月11日に、行平（会長）、三木（社長）など11人の役員が退任し、野澤が山一最後の社長として就任した。その後、同年11月24日に山一は破綻している。

## 第4章 バブルと株式市場

1980年代後半の株価バブルの発生と膨張を外生的要因（経済、金融状況など）と内生的要因（株式市場の内発的環境など）の両側面から観察した。株価バブルを1つの章としてとりあげた含意は、①バブルの発生と崩壊が山一の破綻に大きな役割をはたした②証券会社がバブルの狂乱とバブルの清算に追われたこ

とによって、証券領域のグローバル化への対応が後れた③バブル期前後に発生した4社の証券不祥事とバブル崩壊後の山一の破綻は、結果的に、長らく続いた大蔵省による護送船団方式による大蔵行政を終了させるとともに、証券業界の4社体制を終焉させる役目をはたしたことなどにある。

## 第5章 山一証券の簿外債務

本章の目的は山一が自主廃業をせざるをえなかった直接かつ最大の原因となった、2700億円にものぼる簿外債務の実態を論述することにある。山一の「簿外債務」という言葉は書籍、論文、新聞、雑誌等を通じて、ひろく社会に知られているが、簿外債務の発生原因、仕組み、管理構造など具体的内容については一般的には分かりにくいところである。従ってその解説のために、1つの章としてここで取り上げたが、執筆にあたっては、山一社内調査委員会の手になる「社内調査報告書」を中心に据え、その上で、私見を交えて作成した。

## 第6章 証券会社の経営システム

4社の証券不祥事や山一の破綻をもたらした証券会社のインモラル経営は、もちろん、さまざまな要因が錯綜して生じた現象であり単線的には論じられないにしても、そのなかの大きな要因の1つとしては、わが国の証券型経営システムがある。証券型経営システムは証券業のもつ特殊性のなかで醸成されてきたシステムであるが、その基盤をなすものが日本型経営システムであることに変わりはない。

日本型経営システムとその枠組みのなかでの証券型経営システムを考察するとともに、その水脈のなかで、自身のもつ歴史と企業体質が自己実現させた山一という1つの企業の経営システムの特異性を模索した。

## 第7章 証券不祥事と企業倫理

4社間競争とそれにとまなう企業利潤の最大化への極限なまでの追求が、4社のモラル意識の不在を招くにいたった経緯を論述した。その意味では4社同

根であるが、一方、4社のなかで山一だけが消滅したという事実をまのあたりにするとき、山一の事件は歴史と伝統をもつ大企業といえども、1人の資質を欠いたリーダーによる非倫理的決断によって、突然死する可能性のありうることを現実に立証したものであり、トップの倫理的責任の重要性に言及した。

## 第8章 証券会社のコーポレート・ガバナンス

### ——山一証券を中心として——

証券会社の利害関係者とコーポレート・ガバナンスに論点を置いて、その関係を考察した。結果的に、株主、メインバンクなどすべての利害関係者がいずれもガバナンス機能を果たすことがなかったと結論付けている。強いていえば、ガバナンス機能的役割を担ったのは大蔵省（証券局）であったとした。ここであえて「ガバナンス機能的役割」としたのは、「コーポレート・ガバナンスとは企業の利害関係者が、自己の利害にもとづいて、自己の利益と合致する経営を行わせることを目的として……」というのが一般的定義であるためである。大蔵省という政府機関が公共のためだけでなく、自己の利益にもとづいてガバナンスを行っていたと解釈するのは無理があるとの見方もできるからである。

## 第9章 山一証券の企業文化

山一が、何故、破綻したかを探るためのアプローチの視点はいくつかあるが、本章は山一とその企業文化との関連においての研究である。本来、熟成した企業文化には企業倫理という内的価値が内包されている。山一にはそれが存在していなかったことを考えると、「弱い文化」をもった企業であったと分類することができる。ここでは、山一の「弱い文化」の原点を分析した。

## 終章 山一証券破綻の根源にあるもの

山一の突然死(sudden death)をいくつかの切断面——たとえば①マーケットによる退場勧告②会社更生法の適用の是非など——から分析し、最後に企業が持続的発展をとげるためには欠かせないものは何かを、山一の経営の視点から

追究した。

## 第1章 山一証券経営略史

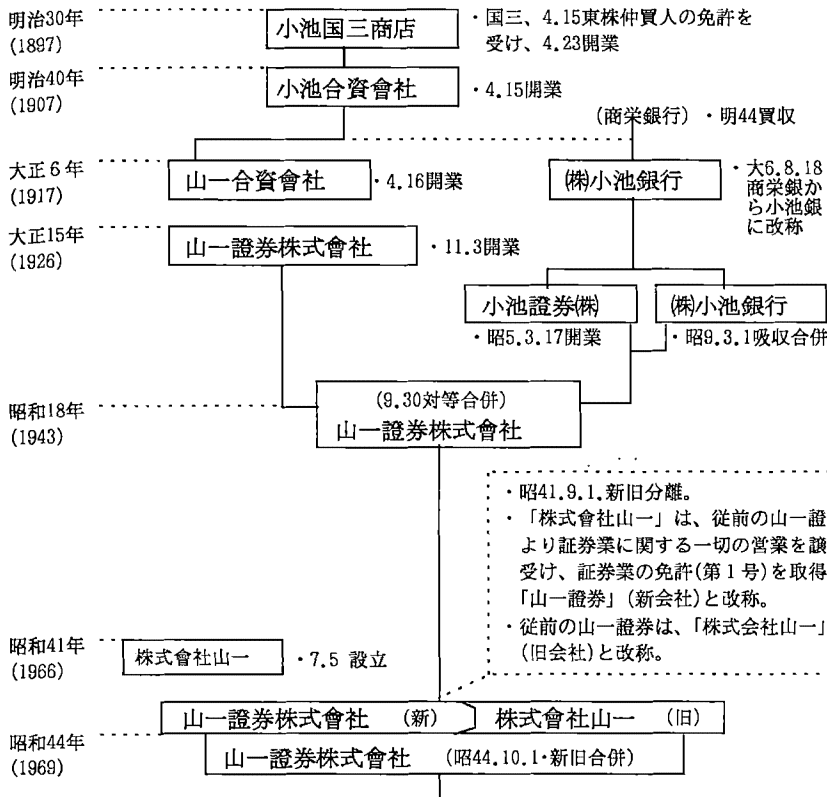
### はじめに

本章は山一証券(以下、山一と略す)の経営の歴史を簡略に記したものである。「山一証券の破綻」を主題とする研究にとって、山一が廃業にいたった真因の解明には山一の歴史の探索が必要であると考えさせられるからである。そのような自己認識にいたった背景には、それぞれ異質である2つの問題意識がある。その1は、企業文化と一般的にいわれているものと企業の消長との間の相互関係のありように関する、事実に則した考察に興味を感じたことである。ここでいう企業文化とは企業の経営者・従業員に共有されている価値観や行動原理であり、いわば企業の歴史のなかで積み重ねられてきたカルチャーを意味している。その2として、歴史とは現在と過去との対話であるといわれているが、そこには、現在に生きるわれわれは、過去を主体的に捉えることなしに未来への展望をたてることは難しいという意味が含まれている。山一に則していえば、「なぜ消滅したか」の検証が正しくなされることによって、山一の体験がわが国の証券業の再生に役立つのではないかと思われたところによる。

山一といえば「創業100年」や「100年の歴史」といった文言に代表されるように、その歴史と伝統が会社を支えてきた原点であった。しかしながら、その歴史を改めて考察し直してみても、残念なことには、「100年の歴史と伝統」という言葉が実は実体から遊離した非現実的な一種の虚説ではないかとの疑念を禁じえない。

なお、本経営略史を記述するにあたり、主としてその資料を「山一証券史」(1985年)、「山一証券年表」(1975年)、「山一証券の百年」(1998年)に依拠した。その上で、山一の経営や経営者に関する評価は、特に断らない限り筆者自身の見解を述べたものである。

図1 ◆沿 革



出所) 山一証券の100年 (山一証券)

山一に「100年の歴史」が本来の意味において存在しないとの解釈にいたったのは、概略以下の事情を根拠としている。まず図1が示すようにその沿革のなかで、企業としての断点を3度も経験していることである。すなわち、小池合資→山一合資→山一証券(1943年の小池証券との合併時)→山一証券(69年の新旧合併時)という歴史の推移がそれを示している。しかもそれらは単なる社名変更といったような表面上のものではなく、重視されるべきは企業文化の断絶をとめない、かつ企業理念の継続性を喪失した、企業の実質的かつ法的な解散・合併・設立であるという点にある。山一の企業実体の非継続性は、いわゆる企業の何代目社長といった代別呼称の一貫性を困難なものにしている一事からも、容易に理解しうる。たとえば野村証券の場合であるが、野村徳七を創業



者として片岡音吾の初代社長にはじまり、現在の氏家純一の第10代社長に至るまで順序だって歴代社長を列記することができる。しかし、山一には公式の何代目社長という呼び名は見当らない。

先述した企業文化という視点から山一をみると、過去の沿革上の切れ目が作用して、「100年の歴史」を通貫する企業文化と呼べるようなものは、元来、存在していなかったと指摘できる。

一般論として、企業文化とその時々の中長の経営哲学が融合されて、その時代における企業の経営理念が生まれる。その時代時代の経営理念の熟成のなかで、企業の存続にとって、もっとも大切な経営倫理という内的価値が生じる。山一の「みせかけ」の企業文化と、幾人かの資質に欠けた社長達による企業支配のなかで、経営倫理の確立を期待することは所詮無理であったといえよう。

本章の時代区分の「節」立てを1から5までとした。各節の区分は、共通の経営哲学のもとで経営を執行した社長達（たとえば1節の小池国三と杉野喜精は同一の経営哲学を共有していた）を束ねて括ることによって、それぞれ集合体としたものである。そのような観点で各節を比較するとき、山一という同一企業にあっても、時代ごとにいかに経営理念が相違していたかが理解できる。そして、後代の社長になるに従い、経営理念や経営哲学といった、すぐれた組織にとってきわめて大切なものが失われていった軌跡を、本章は追跡しようと試みたものである。

## 1. 第1期(1897～1935)——小池国三・杉野喜精の時代

### (1)小池国三の時期(1897～1917)

国三は1866年に山梨県に生まれたが、11才にして甲州財閥の雄である若尾家に、16年間にわたって奉公に出た。その後独立を志し、97(明30)年に東株（東京株式取引所）仲買人の免許をうけ、日本橋兜町に小池国三商店を開いた。当時、94年に勃発した日清戦争は、わが国経済を軽工業中心から重化学工業化へ転換をもたらす契機をつくった。株式市場は戦勝もあつて95年から96年にかけて大相場を展開した。しかしながら、当時、基本的に東京株式取引所（1878年

に株式会社組織として設立)においては公債取引が主であり、株式取引(主として長期清算取引)が盛んになるのは1920年代半ばからのことである。

国三は着実な営業努力を重ねて開業の5年後には、東株が半期毎に公表する仲買人(当時は総数およそ100人)手数料納入額のベスト5に名を連ねるまでになっていた。そして日露戦争(1904～05)を迎えることになるが、戦勝後の株式ブームのなかで小池国三商店は兜町において揺るぎない地位を確立するに至った。国三はこの強固な経営基盤を背景として1907(明40)年に小池国三商店を発展的に解消し、小池合資会社(資本金100万円)を新たに設立した。

国三はかねがね株式仲買業者の地位向上のためには、当時銀行が行っていた証券引受業務への参入が不可欠であるとの考えに立っていたが、それを実現させる絶好の機会が1909年1月に訪れた。政府が財政改善の一環として、わが国初の借換国債の発行を決定したのを受けて、銀行シンジケートが結成されることになったのである。彼はこの機をとらえ、株式仲買業者によるシンジケートへの加入を強く各方面に働きかけた。結局、下引受として加入することになり、ここに歴史上初めて、証券業者による証券引受業務への参入が実現したのである。

1909年8月になって、国三は渋沢栄一を団長とする渡米実業団に参加し、初めてアメリカの土を踏んだ。彼はこの時のウォール街の視察で、アメリカの証券会社の証券発行市場における役割の大きさに強い感銘をうけた。自分の引受業務に賭ける考え方にますます自信を深めた国三は、帰朝後、法人を対象とする引受業務に一段と情熱を燃やし続けることになる。国三は翌10年になって新しい法人営業企画を実行した。全国の大企業を対象に、当時の低金利を利用して起債を行うことを奨励する勧誘状を送付したのである。これに最初に応じたのが江之島電気鉄道(1910.4.発行・発行額27万5000円)で、これが証券業者にとって最初の社債元引受となった。

野村の創業者・野村徳七も国三の渡米した前年の1908年に、朝日新聞主催の欧米旅行に初めて参加している。徳七は早くから証券業における調査(リサーチ)の重要性を認識し、わが国の証券業者として、最初に調査部門を設立して

いた。その時、発刊した調査レポート「大阪野村商法」は後の「財界観測」として有名である。徳七は渡米時にウォール・ストリートのリサーチ活動のあり方に強い感銘を受け、帰国後早々に調査部の大幅な拡充強化を行っている。国三の引受業務に対する思い入れと徳七の調査業務への執念の対比は、その後の「法人の山一」と「調査の野村」という企業イメージの形成に無関係であるとはいえない。

1914(大3)年の第1次世界大戦の勃発は戦争景気を呼び、株式市場は空前の大相場を現出した。この頃にはすでに小池合資は株式売買高で業界首位を占め、兜町において最大・最強の仲買業者に成長していた。17年4月に、国三は突然小池合資を解散した。元来、国三は株式仲買人を生涯の業とするつもりはなく、財を成した後には、投資銀行の経営に専念することが宿願であった。それに備えて、かねてから商栄銀行という小規模な銀行を買収済みであったが、17年に社名を小池銀行と改め頭取に就いた。

## (2) 杉野喜精の時期(1917～35)

1917(大正6)年4月、小池合資を引き継いだ形で山一合資会社が資本金100万円で新たに発足し杉野が社長に就任した。山一合資という社名は小池合資から譲りうけた商標△にちなんだもので、国三は小池合資を解散するにあたり過去のすべての取引を清算していた。山一合資は「のれん」その他を小池合資から引き継いだとはいえ、取引に関する限り完全にゼロからの出発であった。杉野は元来、日銀出身のバンカーであったが、名古屋銀行支配人時代に顧客による株式投資の失敗の責任を取り、銀行界を去っていた。国三は杉野のひととなりに着目し、10年に、三顧の礼をもって杉野を小池合資に迎え入れていたのである。山一合資の社長に就いた杉野は、国三の堅実経営を踏襲することをもって経営理念とした。

第1次大戦末期の1918年央から20年にかけても、株式市場は熱狂相場を展開した。この時期は株式発行市場のみならず、債券発行市場もきわめて活況を呈した。当時、株式仲買人や現物商、銀行によって組織されている、いわゆる現

物団（引受シンジケート）と称されるグループが全国に43編成されていたが、そのなかでも山一合資を中心とする東京現物団<sup>1)</sup>は全国最強を誇り、数多くの募集・引受案件に参加し資本市場にその名を轟かす存在となっていた。

加熱していた株価バブルも1920年3月から崩壊に転じた。杉野はすでに2月に入ると市場を警戒し、山一合資の手持ち株式をすべて売却していた。この決断が他社との体力格差を生み、結果的に山一合資を業界第1位の座に押し上げるようになった。山一合資は新会社として発足したため、開業の年には東株仲買人中8位の座に後退していたが、20年下期には首位の座に立ち、その後も第1位を占め続けた。株価バブル崩壊後も、債券市場は活況を続けた。そのため、杉野の債券業務を重視する経営戦略が功を奏し、東株における山一合資の売買高は全仲買人中、常にトップを独占し続けた。1924年下期には東株の債券売買高総額の40%を占めている。

引受業務については、従来山一合資は東京現物団を通じて引受活動を行ってきたと先述したが、杉野はこれに飽きたらず、本格的な引受業者を志して東京現物団から脱退し独立したのである。杉野は一流の引受業者になるための必要条件は、全国の証券発行体とのネットワークの構築と引受証券の販売網の強化にあると判断して早速その実行に入った。1919年の横浜出張所の開設を皮切りに、26年までに大阪、名古屋など全国8ヶ所に出先機関を設立したのである。

杉野は将来の更なる飛躍に備えて、山一合資を株式会社に改組することを決意した。1926(大15)年11月、山一証券株式会社(資本金500万円)が誕生した。社長には引き続いて杉野が就任した。この時期における山一証券（以下山一と略す）の債券発行市場での活躍は驚異的なもので、たとえば28年の社債発行高に占める山一の引受シェアは、銀行も含めた引受総額の24%に達している。また証券業者による総元引受額のうち47%を山一が占めている。

1930年前後にかけての不況のなか、大正製糖債(山一幹事)を始めとして償還不能債が続出した。この事態は社債発行規制を見直すための、いわゆる「社債浄化運動」を惹き起こすことになる。その結果、社債は原則として①担保付とし②減債基金を設け③定時償還制にすることが決定した。それにより事業債引

受業務における銀行の地位が大きく高まり、反面証券業者の力は低下することになり、証券業者は再び下引受に甘んじることになった。

### (3) 小池国三・杉野の時代に対する評価

(a) 法人の山一について——山一がこの言葉に値する実力を持っていたのは、1910(明40)年頃から60年代中頃までの時期で、その基盤は引受業務に異常な情熱を燃やした小池国三によって築かれたものである。現在と異なり、当時は資金調達の手段が限定され、発行条件も画一的であったため、法人との日常の付き合いなどを通じての人的関係が、幹事の取得と幹事関係の維持にはもっとも重要な要素であった。その点、国三のすぐれた人格と識見もあって、彼は甲州財閥と称された若尾逸平、雨宮敬次郎、根津嘉一郎といった郷土の先輩達の知遇を得ると同時に、それらの人々を通じて政界・財界に人脈を拡大していったことが、法人活動に大いに役立ったのである。そしてその後、国三によって築かれた広範な法人の地盤と、彼の直接金融による産業資金調達の普及という理念は、戦前は太田収、戦後は大神一によって、それぞれ引き継がれることになったといえる。60年代後半に入ると、「法人の山一」の実力と実体は徐々に下降線を描きはじめることになった。

#### (b) 小池国三と杉野喜精との関係

吉野俊彦(元日銀理事・元山一証券経済研究所理事長)は、その著「企業崩壊」のなかで「杉野は小池に造反して、株式業務中心の山一合資を設立(1917)し独立した。そのことは、杉野が証券界から、恩人である小池を引退せしめたことになる」と述べ、杉野を非難している。しかし吉野の見解は感情的にすぎるものと考えられ、その理由としては次の2点を挙げることができる。

①国三は小池合資廃業(1917)にあたっての挨拶状に、「創業当初の宿志に基づき」廃業すると明記している。国三が株式界に入るにあたって強く反対した母親に対して、彼は当時、将来相当の資産を蓄積した後には他の職業に転ずる旨堅く誓っている。孝行者であった国三がその誓いを実行したとみるのが自然であるし、元来彼は投資銀行の経営が宿願で、それをこの機に実行したものと

考えられ、あくまで自分の意志による引退であったと思われる。②国三の経営方針は堅実を旨とするもので、杉野も元来バンカーであり金融業界における信用も高く、投機を好む人物ではない。たとえば木下茂（(旧)山一社長）著「山一証券の回顧」によると、杉野は小池の経営理念を踏襲し、債券と引受を中心とする堅実経営を旨としていたと述べている。以上から推察するに、国三と杉野は深い信頼関係に結ばれ、その経営哲学も軌を一にしていたものと思われる。杉野はいわゆる株式偏重派でもなく、小池に造反したものではないと考えるのが自然である。

## 2. 第2期(1935～64)——太田収・平岡伝章・木下茂・小池厚之助・大神一の時代

（上記5人のうち、平岡・木下・小池は強い個性の持主ではなく、太田・大神の経営観とは異質であった）

### （1）太田収の時期（1935～38）

1935年(昭10)12月、太田は杉野を継いで社長に選任された。太田は1890年生まれで、当時の証券界ではきわめて異例な東大(法)卒である。積極果敢な性格の太田のもとで、創業以来堅実路線を標榜してきた山一の経営戦略は、株式を中心とする積極的経営に大きく転換することとなった。

1937年から38年にかけて、わが国証券史上有名な鐘紡事件が生じた。太田は鐘紡の中国大陸進出や軍需産業参入構想に共鳴し、株高を通じて資金調達などに積極的に協力することによって、幹事関係を有利に展開しようとする意図をもっていたものと推察される。当初、太田(山一)を中心とする買い方が勝利を収めたが、37年7月の蘆溝橋事件の勃発を契機にして、鐘紡株は大暴落に転じるにいたり買い方が惨敗に終わった。その責任をとって、太田は38年5月4日社長を辞任し、同月28日青酸カリ自殺をとげたのである。この事件によって山一が株式偏重の投機的会社であるとの印象を世間に与えることになったことは否めない。

## (2) 平岡伝章・木下茂の時期 (1938～43)

太田の後任として、1938年5月急きょ副社長であった平岡が社長に就任したが、事件の落ち着きを待って同12月に専務の木下が、平岡の後任として社長に就いた。37年の日中戦争勃発を境にして、政府による金融統制が厳しさを増していった。それによって金融市場は、大きく変貌することになった。一口に言って、政府による融資先のコントロールが容易な間接金融が優位を占め、直接金融の割合は低下を続けたのである。たとえば産業資金供給額に占める銀行融資の比率は35年に30%であったが、39年には55%を占めるに至っている。

1941(昭16)年に太平洋戦争(以下、大戦と略す)が開始されたが、早速翌年には「金融統制団体令」と「金融事業整備令」が公布され、銀行の合併が相次いだ。このような環境下、証券会社としても臨時資金調達法などによって証券会社の増資は不可能となり、資本と労働力の不足を補うためにも、証券会社間の合併を必要とする情勢となっていた。そのような状況下、公社債の引受業務に特化していた小池証券(旧小池銀行)としても合併が不可避であるなら、血縁関係にあたる山一が相手として最善であると考えに至ったのは、当然のなりゆきである。山一としても異存はなく、ここに両者の合意をみるにいたった。

## (3) 小池厚之助の時期 (1943～54)

1943年9月、合併による新しい「山一証券株式会社」が設立され、社長には小池厚之助が選任された。小池は1899年、国三の次男として生まれ東大(経済)卒後、1925年に国三の後を継ぎ小池銀行の頭取になっている。30年に小池銀行が銀行部門を切り捨て、小池証券として新発足したのにもとない厚之助は小池証券の社長に就任していた。

この時期(1943～45)の株式市場は、「戦金」<sup>2)</sup>による証券会社(山一が中心窓口)を通じての制限のない株式の買い支えによって、終戦まで安定的に推移するにいたっている(東株指数190～215の間)。他方、公社債市場は活況を呈していた。そのなかで山一は小池との合併を受けて公社債売買高が激増して

いる。たとえば、44年上期には、株式も含む東株総売買高のうち山一が実に80%を占めている。

終戦(1945.8.15)を迎えて間もなく、連合軍総司令部(GHQ)の主導のもとに、いわゆる「証券民主化運動」が展開された。持株処分を命じられた指定持株会社は83社に達し、放出株の総額は200億円にも達した。当時の全国株式会社の払込資本金総額が400億円であったことからみて、この放出額がいかに大きなものであったかが想像できる。この放出株の処分機関として証券処理調整協議会(SCLC)が設けられ、47年8月から2年の歳月をかけて放出された。表1に示されるように、放出株の取り扱いにあたって、山一は戦前に蓄積した「法人の山一」の力を遺憾なく発揮したのである。

1947年5月16日、証券取引所が再開されたが、まだ株式相場が不振であった50年春、世上有名な「旭硝子事件」が起きた。一口に言って旭硝子の権利株売買による仕手戦であったが、買い方の中心は山一であり、結局は買い方の大勝利となり、証券取引委員会の調停のもと「解合い」が行われることになった。この仕手戦を陣頭指揮したのが当時副社長であった大神である。太田・大神といえば山一の原体質を想起させる経営者であるが、大神は21年東大(経済)を卒業後、山一合資に入っている。大神は太田に似て直情経行型性格で、太田の片腕としてその信頼が厚く、太田が35年社長に就任したとき取締役役に抜擢されている。両者ともに、企業経営者としては必要以上に天下・国家を論じ、一種の社会的使命観といったようなもののなかに埋没してしまうような危うさがあり、企業目的である企業の発展的永続性を指向するような性格ではなかったとの見方がある。

小池が戦後という重要な時期に社長に就いたことは、山一にとって決して恵まれたこととはいえなかった。小池は経営者にとって最も必要な条件であるビジョンとリーダーシップに欠けるところがあった。それは個人投資家営業に重点を置く、大衆化路線(証券民主化路線)の重要性への認識を欠いていたことをみても理解できる。しかし、一方でさすが山一だと感じさせられるのは、小池・大神両社長時代における引受業務を中心とする法人営業力の強さであった。



表2～表5の数字が示すように「法人の山一」の名は戦後にいたっても、その輝きを失うことはなかった。一方、野村証券(以下、野村と略す)の首脳がGHQによる公職追放をうけ、1948年(昭23)奥村綱雄が弱冠43才にして第3代社長に就任した。この時の経営の若返りが、追放を受けなかった山一と野村の企業格差を生むことに繋がったともいえる。奥村はわが国の証券市場の将来は、ピープルズ・キャピタリズム(証券民主化)にあると認識し、個人投資家の開拓を経営戦略の柱に据えた。この時期における大衆化路線戦略が、現在にいたるまで野村の企業文化の骨格を形成している。

表1. SCLCによる公開売出株式の引受回  
代表幹事数4社比較

年	山一	野村	日興	大和	4社計
1948	5	3	2	2	12
1949	19	18	15	2	54

注) 数字は代表幹事を務めた件数。  
出所) 山一証券史(1958)。

表2. 終戦直後(1946-48)の証券会社  
による社債および地方債の主幹事数

山一	野村	日興	大和	4社計
14	10	3	0	27

注) 数字は主幹事を務めた社数。  
出所) 山一証券史(1958)。

表3. 1947-8年における電力会社の公募  
増資新株募集取扱主幹事状況

山一	野村	日興	大和	4社計
4	3	0	1	8

注) 数字は主幹事を務めた社数。  
出所) 山一証券史(1958)。

表4. 1948年における金融機関の株式  
募集主幹事数

山一	野村	日興	大和	4社計
10	5	2	2	19

注) 数字は主幹事を務めた社数。  
出所) 山一証券史(1958)。

表5. 戦後における公募事業債主幹事  
(事務取扱)別4社引受状況

年	山一	野村	日興	大和	計
1948	3	2	0	0	5
49	59	49	32	8	148
50	115	74	60	23	272
51	135	133	61	29	358
52	147	129	56	37	369
53	152	92	57	25	326
54	134	79	50	26	298
55	166	120	82	41	409
56	118	84	55	29	286
57	107	93	54	27	281

注) 数字は主幹事を務めた事業債数。  
出所) 山一証券史(1958)。

山一が証券民主化路線を重視する営業戦略を公的に明確にしたのは、大神が社長に就いてからすでに4年を経過した58年春の部店長会議においてであって、野村より10年後のことである。大神は、「わが社は小口取引を軽視する風潮が強く、他社に後れをとった」と率直に述べている。そもそも歴史的に積み上げられてきた、「法人に非ずんば人にあらず」といった山一の企業風土のなかで、

大衆化路線が根を下ろすのは不可能に近いことであつたともいえる。

ここで、小池時代(1945～54)を総括すると、野村の組織営業力の影に脅かされていたとはいえ、表面的には名実ともにまだ山一の時代であつた。引受業務については先述したところであるが、流通市場においてもまだ一頭地をぬいていたことは、表6が示すところである。

表6. 東京証券取引所における4社の株式出来高(単位千株)

年	山 一	野 村	日 興	大 和
1949	149899	137569	102371	99122
1950	207697	158062	145503	111118
1951	323557	284648	239558	181186

出所) 三鬼陽之助著「兜町」。

#### (4) 大神一の時期(1954～64)

1954年(昭29)、大神は既定路線に従って社長に就任した。翌55年春から、神武景気をうけて株式相場は東証ダウ平均345円を底にして上昇に入った。58年に入ると岩戸景気を先取りして大相場の展開となり、61年7月の1829円の最高値に達するまで、ほぼ一本調子の上昇を続けた。

業界全般は好調であつたが、大神が社長に就任した翌年、これまで決算数字上で業界トップを維持してきた山一が、野村と入れ替わることになる。当期利益でみると、1955年(昭30)9月期にはじめて逆転し、以後山一が破綻にいたるまで野村を上廻ることはなかった。山一が野村のみならず、4大証券会社(以下、4社と略す)間の比較においても劣勢に立たされはじめるのは、表7、8に示されるように証券不況期初期の62年に入ってからのことである。

表7. 山一証券と4社合計の営業収支比較

(単位%)

年	1961	1962	1963	1964
4社合計	100	74.9	76.1	-4.4
山一証券	100	46.4	33.2	-53.1

注) 営業収支=手数料収入-営業経費  
各年9月期。

出所) 『山一証券の100年』(山一証券)  
より作成。

表8. 山一証券の経営悪化状況

(4社に占める山一証券の比率)(単位%)

	1961年9月期	1964年9月期
手数料収入	27.6	23.7
株式委託手数料	25	25
その他手数料	28.7	22.4
投信募集高	25	22.4

出所) 『山一証券の100年』(山一証券)より作成。

逆風のなかにあっても伝統のある法人業務は、大神時代を通じて業界首位の座を堅持した。証券不況期に入った1962年頃、上場企業の主幹事数を概観すると山一の500社に対し野村は340社であった。また山一に対する日銀特融後の68年における全国上場企業の主幹事数比較でも、山一が521社で野村は426社である<sup>3)</sup>。さらに、61年の第2部市場創設時に東京市場の上場企業は325社でスタートしたが、そのうち129社が山一主幹事であり、野村のそれは86社であった。

1961年7月18日の1829円（東証ダウ平均）を大天井に株価は下落に転じ、65年7月12日に1020円の大底を打つまで下げ続けた。ピークから実に44%下げであり、世にいう「証券恐慌期」にあたる。山一の経営が証券恐慌期に、他3社に比較して特に悪化した最大の原因は、62年から64年にかけての第2部市場公開ラッシュのなかで、多くの小型企業の主幹事を引き受けたことにある。幹事証券の責任として、非公開時に株式の事前所有が必要であり、また相場が悪いときには株式の買い支えが要求される。63年末の山一手持ちの商品有価証券は、純財産額の3倍にあたる370億円にも達していた。山一にとって、ベンチャー企業に対する積極的支援は、戦前から受け継がれてきた経営理念の1つであった。その反面、それに対するチェック体制が未整備であり、いわゆる現在でいうところのリスク管理体制が無きに等しかったことが指摘されうる。

山一が経営危機に対して本格的な合理化対策を打ち出したのは、63年も後半になってからである。山一よりも経営状況のよい他3社に比較して、半年以上も後になってからのことであった。64年8月になって山一は、大蔵省の定期検査をうけた。大蔵省は中間報告の段階で、山一の経営が予想以上に悪化していることを把握し、厳しく経営の刷新を要求した。

#### (5) 株式派（株式営業偏重）と債券派（債券営業重視）の区別について

証券会社の経営や経営者比較において、上記の表現が経営政策の対立の形で用いられることがしばしば見受けられるが、このような画一的な区分けには注意が肝要である。たしかに、時代時代の社長の性向からくる経営方針を通じて、

どちらか一方に、興味本位で判断することは可能である。たとえば、太田や大神は株式派（投機型）といえるし国三や杉野は債券派（堅実型）とみることができる。以下、この問題についての筆者の見解を述べる。

①国三は債券引受業務を主体に堅実経営に徹した経営者であったと世間ではみられている。当時(1900年頃)の東京株式取引所の取引が債券市場が中心であったことは事実である。しかし株式の長期定期取引を無視して、債券売買だけでは証券会社の経営が成り立たなかった。その証拠として国三といえども株式取引にからんで3度にわたる大きな危機に遭遇している。1回目は1898年で、北海道炭礦鉄道株のサヤ取り商いが原因となって損失を蒙った事件である。2回目は、1900年の豊川鉄道株事件と呼ばれるもので、顧客の売り注文に対して実株の手当ができず窮地に立ったが、幸いにして実害をうけなかった。3回目は07年に、ある銀行の支店長の個人大口注文を銀行本体の取引と信じ込み、当時としては大金である80万円の損失を招いている。証券業者である限り、株式市場に関与せざるを得ず、また株式にしる債券にしる完全にリスクを避けることは不可能であり、誰それは株式派だ債券派だというように2者択一を迫ることは、現実にそぐわないといえることができる。

②証券市場には、株式市場が好調な時期と債券市場が好調な時期があり、別個の波動で動いている。証券会社の社長は企業収益の増大のため株式とか債券とかいった私的偏向は許されず、株式、債券にかかわらず上げ相場をより早く先見し、波動を最大限利用して利益を生むのが義務であるといえる。株式取引所開業から太平洋戦争終了までの67年間をみると、その間に株式の大相場は5回展開されている。他方、債券市場でも大相場といえる時期は、5回数えることができる。しかしながら、株式・債券両市場が同時に活況を呈したのは高橋蔵相主導で景気浮揚策がとられた32年から34年にかけての時期のみで、ただの1回現出したにすぎない。

③上記の問題と関連するが、野村は創立以来公社債専門業者として経営されてきた。ところが1931年犬養内閣が誕生した直後は、インフレ経済が進行したため債券市場は低落したが、株式市場が大幅な上昇をみせた。こうした状況の

なかで、野村内部に、後に第3代社長になった奥村（当時課長代理であった）を中心に、株式業務進出への要請が高まり、経営者はその動きに抗しきれず、当時の片岡社長は37年になって、はじめて株式部門への進出を決断したのである。

### 3. 第3期(1964～72)——日高の時代

#### (1) 日高輝の時期 (1964～72)

大蔵省から山一の早急なる経営刷新の検討の要請をうけて、山一の大株主かつ主力銀行である興銀（中山）・三菱（宇佐美）・富士（岩佐）の3行の頭取が協議を重ねた。その結果、1964年(昭39)11月、日高が社長に就任した。日高は05年生まれで東大(法)を卒業後興銀に入り同行常務を経て、当時日産化学工業の社長の座にあった。

1965年に入ると、山一の経営危機は次第にマスコミに感知されるところとなり、地方新聞の西日本新聞が、65年5月21日付朝刊の一面で、大々的に山一の経営難について報道するところとなった。22日以降山一の店頭には顧客が殺到し、28日の来店客数は1日で28000人にも達した。いわゆる「取り付け」の発生であった。28日午後11時30分、当時の田中蔵相と宇佐美日銀総裁が記者会見を行い、日銀法25条を発動し、山一に対して日銀特融を実施することを伝えた。

特融発動後も経営再建への努力が続くなかで、株式相場は1965年7月12日の東証ダウ平均1020円をもって大底を打つにいたった。同年7月27日に政府は財政法第4条に基づく、赤字公債の発行を含む景気振興策を打ち出し、それを受けて翌28日より相場は力強い上昇に転じた。途中、株価は足踏みを示したものの、「いざなぎ景気」の波に乗って日経平均株価<sup>4)</sup>は70年4月6日に2534円の新高値をつけるにいたった。

日銀特融後の山一をどのような形で再建させるかについては、少なくとも2つの条件がクリアされる必要があったのである。その1は山一の企業としての連続性の維持であり、その2は改正証取引法(65.10.1施行)において新しく発足する免許制の要件を満たすことであった<sup>5)</sup>。その結果「新旧分離による再建

計画」が採用された。新会社「山一証券」は66年9月に資本金90億円で業務を開始した。当初、特融（282億円）の完済には18年7ヶ月が予定されていたが先述したように、証券市場の急速な立ち直りによって山一の再建は順調に進み、わずか4年3ヶ月で特融は完済されたのである。

## （2）日高の時代に対する評価

山一の経営危機は日銀特融によって解決をみたが、以後、2つの側面から山一の経営に悪影響をあたえることになった。第1は、経営合理化のための経営資源の思い切った圧縮が、積極経営に転ずる際に、他社に比して不利になったということであった。第2には取り付け騒ぎが山一の信用低下を招き、優良顧客を少なからず他社に奪われて、顧客預かり資産の大幅な減少をみたことである。

ところが日高の後継者である植谷・横田の時代に入ってから、経営破綻から生じた経営資源の大幅な減少が他3社との企業格差を生じさせているとの本質的な認識を欠き、目先に走る経営を指向する愚を犯すことになった。ひるがえって、日高の経営理念の中心軸は、「組織力を生かす」ということと「長期的視点に立つ」という2点に集約される。しかもこれらのいずれも、日高時代を除いて、後にも先にも山一には無縁の経営哲学であった。日高は市場環境に恵まれて当面の再建は成しとげたが、他方では、上記の2点を理念とした企業文化を山一に根付かせるという、彼のもう一つの夢を实らせることなく終った。

銀行から証券という全く異質な業界に移り来て、一代で企業の体質を変えることは、わが国の企業システムのなかにあっては困難なことである。山一の歴史のなかでの、よそものとしての日高は大海の孤島のような存在であった。現在から振り返ってみると、日高は悲劇的ではあるが、山一の歴代社長のなかでは稀有な経営者であったといえる。

## 4. 第4期(1972～88)——植谷久三・横田良男の時代

### （1）植谷久三の時期(1972～80)

1972年5月、植谷が社長に就任した。11年生まれで、35年に東大（経済）卒業後山一に入社した。その当時、有能な旧経営者が日銀特融の責任をとり退任を余儀なくされていたため、常務取締役大阪店長として地方にあった植谷に白羽の矢が立ったのである。この山一プロパー社長の復活に、山一の経営陣は欣喜雀躍した。このことは、山一の企業体質である排他性と仲間うちだけの仲良しクラブ的性向を示す好例である。

植谷時代の8年半は総じて経営環境にめぐまれ、業績も順調に推移した。植谷の時期に、証券市場において特筆されるべき構造変化が生じている。それは1975年度から始まった国債の大量発行時代の到来である。国債発行額をみると、74年度に2兆1600億円であったものが、85年度には121兆円にも及んでいる。この結果わが国の公社債市場は歴史的変貌を遂げるにいたった。70年代後半に入ると国際資本交流も活発化し、わが国証券市場に新しい潮流が動きはじめた。一方では、75年以降になって、将来の山一の破綻の原因ともなった法人による財テク活動の動きがみられるようになった。しかしこの時期の余資運用の中心は債券であり、株式による運用が本格化するのは80年代に入ってからである。

この間、激烈な4社間の収益競争のなかで、山一は相変わらず最下位に定着していた。植谷は最下位から脱出すべく、創業80周年である1977年には、「総力を挙げて営業力を増強し、新たな躍進体制を確立する」ことを特に強調したものの、リテール営業力の弱体化のなかでは効果を挙げることができずに終わった。その問題もさることながら、植谷は彼の社長任期の終りにあたって、山一にとって取り返しのつかない大きな誤りを犯すことになった。それは自身の意志で、後任の社長に横田を選択したことである。植谷が横田を指名した時点において、横田一行平―三木という負の連鎖を生むことになった。上記3代の同体質社長による経営支配という悲劇の幕開きであった。

## **(2)横田良男の時期(1980～88)**

1980年12月、横田は社長に就任した。横田が就任した12月末の日経平均株価は7116円であったが、辞任した88年9月末の終値は27923円であり、実に4倍

に値上がりしている。80年代後半のバブルの生成と崩壊については、第4章「バブルと株式市場」において論述しているところである。

横田は就任にあたり、「過去10年間を省みると、4社比較において、山一はその成果を十分挙げることができなかった」と総括した。そして他社との後れを挽回すべく、1981年、84年、そして87年と第1次から第3次にわたる中期経営計画をそれぞれスタートさせたが、他社との業績格差はますます拡大する一方であった。この原因は多元的であろうが、ここでは2点をとくに指摘しておきたい。第1は、横田は4社間競争に勝利するという目先の目的のみに捕らわれ、長期的視点での戦略的考察をもたなかった。そして彼からは、4社の枠組みからの脱落を阻止することのみに執着した、自己抑制を欠いた病的な執念の感じが感じとられた。第2は、横田がリテール営業力の強化の重要性を痛感していたことは事実であるが、ただ本人が個人営業を経験していないため、その発言には迫力がなかった。現実面では、経営の低迷の辻褄をあわせるためには、個人営業部門の劣勢を法人部門でカバーせざるを得ない。このことは、ただでさえ強い法人本部の社内政治力を、ますます強めることにつながった。横田は次第に法人本部に懐柔されて、本部内の実情把握が困難となり、本部に対する統制力を喪失するにいたったのである。

横田時代の初期である1981年頃から、特金などを利用しての法人の余資運用が債券投資中心から株式投資に大きくシフトしはじめた。80年代中頃になると、4社の営業努力によって営業特金がその残高を大きく伸ばすことになった。バブル華やかなりし88年末における営業特金の総額は6～7兆円位と推測されるが、山一の額はそのうち2兆円に近い数字で、全体の30%を占めていたものとみられる。この事実は衰えを見せていたとはいえ、いまだ法人との絆が業界において強かったということができるが、考え方によれば、より積極的に、「利回り保証」や「ニギリ」を他社以上に多用していた結果によるものでもあった<sup>6)</sup>。こうしたなかで、87年のブラック・マンデーによる株価波乱を境にして、法人顧客の間で営業特金の損失をめぐり、トラブルの発生がみられはじめ、将来の損失補填にからむ紛争の種を抱えることになった。その意味では、山一破



綻の地層は、横田時代に累積された「ニギリ」付きの大量の営業特金によって築かれたものといえる。横田はその社長任期の終わり頃になって、法人本部による特金運用の杜撰な実態を、後ればせながら把握していた。これを隠蔽するためには、人間関係の絆が強く、しかも自分が会長に就任後も影響力の行使ができる人物を後継者として指名することが必要であった。それには行平次雄が最適であったのである。

### (3) 植谷・横田の時代に対する評価

#### ・後継社長の選択について

1998年10月、筆者は当時87才であった植谷に会う機会を得たが、訪問の大きな目的の1つは、植谷が横田を後継社長に選択した理由を知ることにあった。当時では横田以外にも、新谷、武広、松沢といった、東大出の有力社長候補者が何人か存在していたのである。植谷は横田を選んだ理由として、彼が今後の証券会社の経営にとって、ますます重要となる部門を経験してきたことを挙げた。すなわち彼の国際部門、コンピューター部門、企画部門におけるキャリアを指している。

ある人物が社長としての可能性があるかどうかは、専門分野の経験や特定の知識によるものではなく、むしろ、生来の個人的な資質によるものであって、その意味では、横田という、社長としての素質と才能のない人物を選択したことによって、結局山一の破綻を招いたのではないかとの卒直な所見を植谷に述べた。それに対する直接の回答は得られなかったが、しばらくして彼は、「横田が社長に就任してから約3年を経過した頃から、自分が横田を選んだことが失敗であったと後悔した」と語った。しかし、そう考えるに至った理由をついに聴くことはできなかった。

山一の場合もそうであるが、一般的にいて、わが国においては社長選択の基準として、出身校や出身地が同じであるとか、あるいは会社の部署の上下関係のなかで共働する機会をもったことによって、公私にわたり親近感を強くしたとかいった事象が影響しがちである。さもなくば、忠誠心や追従性といった、

経営能力とは無縁な情緒的なものが重視されてきたように思われる。植谷は横田と58年頃から投資信託部で上下関係にあり（当時、行平も若い社員として投資信託部に在任していた）、その後も投資信託業務を通じて関係を深めることになった。また植谷は勲1等瑞褒賞を受賞している。叙勲に関する業務は企画室の担当であったが、横田（行平も）は企画室担当役員や企画室長も経験していて、植谷にとって、企画室に強い横田は便利な存在であったものと思われる。

植谷と横田の人間関係形成の上で忘れてはならないことがある。長い期間にわたって、「法人の山一」といわれてきた裏には、解決を要する数々の事件の発生がみられた。たとえば、1973年の日本熱学工業の株価操作事件、83年の名糖産業損失事件、86年の有名な三菱重工転換社債事件そして87年におけるタテホ・ショックによる損失補填事件などなどである。山一の経営に潜む隠蔽体質のなかで、植谷と横田（行平も含めて）がそれらの不祥事の密室処理を行なっているうちに、負の秘密を共有することによって、相互の親密性が、より一層深まっていったことは容易に想像できる。そのような状況のなかで、複数の社長候補者のうちから、ただ1人を選択するとすれば、血族的関係の濃淡が影響をあたえなかったとは言い切れないものがある。

## 5. 第5期(1988～97)——行平次雄・三木淳夫・野沢正平の時代

### (1) 行平次雄の時期(1988～92)

1988年6月、行平（一橋大(法)卒）は既定方針通り社長に就任した。横田一行平—三木というMOF担でもある企画室長経験者の系譜である。日銀特融時にうけた山一の精神的負荷は、その経営のあり方を他3社と比較しても、徹底的に大蔵省伺候型のものにしていった。山一の経営のなかに、大蔵省は山一が如何なる状態に陥っても、絶対に救済してくれるという信仰に近い考えが生まれることにより、経営の重大政策を山一が独自に思考し、そして決断するという企業としての主体性を喪失していったのである。他方では、バブル崩壊後、大蔵省と証券業界との癒着の構造は崩れ去ると共に、大蔵省のもつ業界支配力そのものが低下するにいたった。ある意味で、山一の破綻は大蔵の証券行政の変

質と証券業界に対する影響力の低下がもたらしたものともいえる。

行平は、「グローバルな総合金融会社を目指す」ことを旗印として船出したが、2つの証券不祥事の影に脅えて、前向きに経営を思考する精神的余裕を失っていた。1つは、暴力団や総会屋といった反社会的存在との癒着関係であり、2つめは、営業特金の運用にからむ法人に対する損失補填問題を指している。この行平時代を中心とする山一の証券不祥事問題については、第5章「証券会社の日本型経営システム」ならびに第7章「証券不祥事と企業倫理」に詳述しているところである。

山一に対して法人顧客から損失補填の要求が一段と高まるなか、その問題に関する最終的対策会議が1991年11月24日、ホテル・パシフィック東京で行平を囲んで行われた。出席者は行平とその腹心の部下である延命(故人)、石原(仁)、三木各副社長をはじめ計8名であった。結局、行平の決断で、複数のペーパー・カンパニーを利用して簿外で処理することに決定した。行平に対する忠誠心と追従によって出世にあずかってきた同席の役員達は黙って行平の言に頷く以外になかったのである。この日を境にして顧客の損失を不正な操作でペーパー・カンパニーに引き取らせるという、一種の背任行為が山一の日常行為となっていった。

## (2) 三木淳夫・野沢正平の時期(1992～97)

1992年6月、行平は会長に退き、副社長の三木(60年東大法卒)が社長に就任した。しかしながら、就任後も三木は傀儡的存在にすぎず、行平が相変わらず実権をにぎり続けた。

行平が山一の最高の実力者として君臨した時期は、社長に就任した1988年9月から、会長を退いた97年8月にいたる9年間である。山一破綻の責任が行平にあるとされる所以は、上記の期間中に、彼が決断しさえすれば山一が破綻を免れることができたかも知れない機会が、社長時代に3回、会長時代にも3回、少なくとも計6回あったと考えられるところにある<sup>7)</sup>。もし、それらの訪れた機会を慎重に検討し、的確に対応していたならば、山一は生き残れた可能性が

充分あったものと思われる。

社長時代の「失われた3度の機会」について以下に述べることにする。尚、会長時代(すなわち、三木社長の時代)の「3度の機会」については、第3章4大証券会社の経営比較(Ⅱ)の6-(3)で取り上げているところであり、ここでは重複を避けた。

まず第1回目は1988年11月に、インサイダー取引規制の強化のためにいわゆるチャイニーズ・ウォールが設けられた時である。88年は業態別子会社方式を中心とする金融制度改革の行われた年で、それに関連して市場仲介業者の公正なる競争確保のためのファイアーウォールの構築が課題とされた。そのなかで、証券会社の経営上や財務上、営業上の各種遮断措置がとられることになった。具体的には「証券取引法」や「証券会社の健全性の準則等に関する省令」の改正を通じて行われたのである。

1987年に企業の財テク失敗にともなう一連の事件が発生していたこともあって、当局の対応に歩調を合わせて、日本証券業協会は「内部者取引の未然防止についてのガイド・ライン」(88年9月28日理事会決議)を制定した。その主旨は証券会社における内部者取引を未然に防止するために必要と思われる基本的な事項を決めたもので、証券会社の業務の遂行過程で知り得た情報が他の部署に漏洩しないように、利益相反を生じる重要情報の組織内流通遮断のための措置を指している。

これを受けて証券会社の事業法人業務は資金調達やインベストメント・バンキングを専門とする事業法人本部と法人の資金運用を担当する法人営業本部に分割されることになった。それに応じて山一も組織の変更を行ったものの、改正後も収益最優先のために、旧来からの法人担当者による運用への関与が継続したため、実質的にチャイニーズ・ウォールの実施をみたのは1989年5月以降のことであった。

1988年11月のインサイダー取引規制の強化という絶好の機会を逸することなく、組織変更とそれに伴って法人担当者の交替を余儀なくされたことを口実に営業特金からの撤退策を果敢に打ち出して法人顧客に対処していれば、少くと

も破綻に至ることはなかったものと考えられる。この当時には、証券取引法第50条により事前の元本保証や利回り保証は禁止行為であったが、事後的損失補填は禁じられていたわけではない。88年末時点における山一の営業特金の残高はまだ1兆円余りと最高時の約半分であり、一方では88年末のダウ平均株価が30159円の高水準であったことからみて、営業特金の解消は比較的容易であった筈である。もちろんその解消交渉の過程で法人顧客との間でトラブルが発生したことは十分予想されるが、状況によっては事後的補填の形で損失を穴埋めすることは可能であったし、その当時では大蔵当局も補填を黙認したことは容易に想像できる。また裁判での紛争処理に持ち込んで解決することも考えられたのである。

第2回目の逸機は1989年12月26日に営業特金の解消を命じた大蔵省の通達が出された時である。角谷証券局長名のこの通達は「証券会社の営業姿勢の適正化および証券事故の未然防止について」と題したものであった。その通達を要約すると「損失補填の禁止」と「営業特金の廃止」を迫ったものであり、90年3月末迄に運用指図者を投資顧問会社に切り替えることを求めたものである。奇しくもこの通達の出された直後の東京証券取引所の大納会である12月29日にダウ平均株価は市場最高値の38915円87銭をつけた。これを境に翌年初からの大暴落がはじまったが、それはこの通達によって、営業特金による株式大量売却の連想を呼ぶことになり、機関投資家による大量売りを促進させる結果を生じたことが端緒になっている。

4社は角谷通達を受けて実行を迫られることになったが、注目すべきは4社の間で通達への対応の仕方に違いがみられたことである。野村は通達発表以前から着着と営業特金の整理・縮小を進めてきていたが、通達後はすぐさまに

「何等かの理由で損失補填をすることも止むを得ない」と判断される顧客の営業特金は補填を早急に実施すべしとの指令をだすことにより、1990年3月末迄に一斉に損失の補填を完了したのである。大和、日興の両社の対応策は似通ったものであり、トラブルを抱えている顧客の営業特金に対しては、顧客を説得して含み損のある有価証券をひとまず全部売却して損失を確定した上で、顧客

との話し合いのもとに、債券の運用によってある程度の日限をかけて損の穴埋めを行った。一方話し合いが着かず紛争となった顧客分については証券事故として裁判を行うことにより決着をつけたのである。

これに対し山一のとった対応は、全営業特金顧客のうちの約半数（比較的小規模企業）、全運用金額の約30%相当のものをなんとか整理したに過ぎなかった。山一主幹事会社ならびに主幹事会社でなくとも運用資金規模の大きな会社の営業特金は解決をみないまま、問題を先送りにしてしまったのである。この2度目の好機においても行平とその側近グループは明確な戦略を立て得ないまままで終始した。

山一のいわゆる「トバシ」取引は1988年中頃から見られたが、90年初頭からの株式市場の崩落を境にその数を増やしていった。拡大を続ける含み損をかかえる営業特金の処理をめぐって山一と顧客企業間の交渉は深刻化し、そのため利益の付け換えによる補填や、新たな「トバシ」先の開拓による、相手を換えた「トバシ」の仲介を行うことによって付焼刃的対応を続けざるを得なくなっていた。それにともなって「トバシ」の構造は複雑化し、山一の経営体は全体を正確に把握することが困難な状況になるに至った。収益の法人本部への依存がますます増大するなかで法人本部の独走が目立ちはじめ、一方では顧客とのトラブル対応に追われて、次第に本部組織としてのモラルと規律が失われていった。

ちなみに、当時損失補填を受ける顧客側については、法的に何の制裁も罰則もなかった。証券取引法違反である利回り保証とは契約書を必要とする立場をとっているが、民法では私法上の契約は契約書がなくても成立するという解釈である。大蔵省は補填禁止の通達との比較では私法契約の有効性を認めざるを得ないと判断していた。この結果私法上の契約の履行＝損失補填をしながら営業特金の適正化を進めるよう指導し、そのために1990年1～3月の間に見られるような多額の補填（日本証券業協会が91年7月に発表した損失補填リストによると協会員17社の87年10月から90年3月迄の補填総額は1720億円であり、そのうち828億円が90年1～3月の3ヶ月の間に行われている）を誘発したので

ある。大蔵省の補填黙認の根拠がここに存在しているといわれている。その後92年1月施行の証券取引法改正法によって顧客も含む違反者への罰則規定が制定されるに至った。

そして第3番目の破綻を避け得る最後の好機が訪れることになる。この時期にはもう損失補填問題の解決ということは「トバシ」を処理することを意味していた。

1991年の夏頃から4社の大口顧客に対する損失補填問題は社会的問題として大きく表面化するようになっていた。91年6月20日、読売新聞が野村による損失補填の事実を、そして翌21日には朝日新聞が野村と暴力団との関係をスクープしたのを皮切りに、マスメディアはこぞって証券会社を悪の元凶として喧伝すると同時に、その攻撃の矛先は補填を受けた企業と監督責任のある大蔵省にも向けられていた。

このような環境も手伝って、1991年10月3日に証券取引法の一部の改正をみた。その改正（証券取引法第50条の1および3）のポイントは2つある。1つは証券会社に対する投資一任勘定の禁止であり、2つめは損失補填の禁止である。それにより、利鞘を保証して含み損のある有価証券を転売して行く行為も補填とみなされ、したがって「トバシ」を継続していくことは不可能になることを意味した。解釈によっては昔の徳政令と同じようなものであった。山一としては法改正を理由にして損金を顧客に負担させることができる又とない機会であったのである。それにもかかわらず、91年11月の行平を中心とする首脳会議では改正証取法を生かして「トバシ」を断ち切ろうとの積極的な議論は無かった。それどころか、今営業特金の解消を打ち出すと企業との幹事関係に深刻な悪影響を及ぼすとの株式本部、法人本部の意見に押されて、結局、争うことが好ましくない顧客企業の損失は簿外で処理する案を決定したのである。この時点までは営業特金顧客の損失は何とか相手企業の口座のなかで処理されてきたが、以後は損失を山一自身のものとして胎内に抱え込むことになったのである。

簿外処理決定以前の状況は、1998年4月に発表された、証券取引等監視委員

会と大蔵省によって実施された山一に対する検査結果によって知ることができる。すなわち86顧客との利回りを保証した「ニギリ」取引、6顧客に対する利益提供を約束した利益供与取引、それから13顧客の損失を35顧客を受け皿にしての「トバシ」取引がその大要である。

以上山一の破綻を避けることができたかも知れない3回の機会について考察してきた。そして行平はこれらの機会の遭遇にあたって、自らの手で何等意志決定をすることなく無為にやり過ぎたのである。

損失補填問題に加え、総会屋との癒着事件をうけて、社内の求心力を既に失っていた行平・三木ラインは、世間の糾弾に抗しきれず、1997年8月11日に退任した。そして後任社長には、当時専務であった野沢が就任することになった。行平が新しく選んだ社長の野沢は、山一の歴史上初の営業出身の社長である。野沢は行平にとってはきわめて御し易い、そして政治力も持ち合わせていない穏健な人物であった。既に山一の消滅を覚悟していた行平にとっては、社長など誰がなっても差し支えなかったということである。野沢は簿外債務の存在をはじめとして、経営の実態を知らされないままに、喜々として社長の地位に就いた。その5日後の8月16日になって、野沢は莫大な額の簿外債務について報告を受けることになったのであるが、経営者としての経営哲学やグローバルな経営戦略への洞察などには無縁な人物に、山一の生き残りのための戦略を選択し、それを実行する力を求めることは、所詮無理な要求であったと思われる。

時の流れは山一を待つてはくれない。1997年11月6日になって、ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下ムーディーズと略す)が山一の格付けを格下げの方向でクレジット・ウォッチすると発表した。この発表によって山一の資金繰りがさらに苦しくなることは明白であった。

ここで山一に対するマーケットの信認をみると、1997年10月の月間における山一株の終値平均株価は232円であったが、ムーディーズによるクレジット・ウォッチの発表があった翌日の7日には200円を割り173円で引けている。そして11月12日には、150円を割り込み148円で終った。さらに19日には、8350万株という大量の出来高を伴って急落し、65円の終値をつけるにいたった。以上の



ように、山一に対する市場の信認は急速に失われはじめていた。

1997年11月14日になって、野沢はメインバンクである富士銀行の山本頭取と最初で最後の面談をもった。そして富士銀行はその場において、山一に対して全面的協力はできないとの最後通告を行ったのである。同日、野沢は大蔵省を訪ねて、長野証券局長に簿外損失の存在と資金繰りの悪化を報告している。11月19日、野沢は大蔵省に急遽呼び出され、長野証券局長に直接、自主廃業を迫られることになった。21日、ムーディーズは、山一債の格付けを3段階引き下げ、「Baa3」から「Ba3」へと投機的級数に指定した。22日になると、日本経済新聞朝刊が「山一証券自主廃業へ」と大きく報道することとなり、同日午前10時に長野証券局長は記者会見を行い、「山一には巨額の簿外債務があり、自主廃業に向けた最終結論を検討中である」とのコメントを発表した。ここにおいて山一は破綻への道筋が敷かれることになり、97年11月24日の臨時取締役会で、自主廃業に向けた営業休止を決議し、早速、大蔵省に営業休止を申請した。それをうけて日銀は即刻、山一に対する日銀特融の実施を発表した。

### (3) 行平・三木・野沢の時代に対する評価

行平は1931年満州に生まれ、終戦後まもなく、福岡県豊前市に引き揚げてきた。彼は貧困のなかで育ったといわれているが、生来、頭脳明晰で、55年に一橋大(法)を卒業し、山一に入社している。貧困というものは人間を向上もさせるが、墮落もさせる。貧しさが行平の心根に植え付けたものは、立身出世の重要性についてであった。貧困を踏み台にしての努力の積み重ねが、彼に社長の地位をもたらしたものであり、決して彼が経営者として本質的に有能であったためではない。

行平が最高経営者(以下社長と称する)としての資格に欠けると指摘したところであるが、具体的に3つの理由を挙げてその理由を説明する。

第1は、社長という者は自分に対しても、部下に対しても常に問いを投げかけることが必要である。すなわち思考する社長になることである。例をあげると、行平は営業特金の処置について、思い悩んだと思われるが、その都度、歴

代法人本部長によって、重要法人客の引受幹事関係に重大な悪影響を及ぼすとの理由で一方的な反対にあい、法人本部の意見に押される形で、結局多くの企業の損金を簿外で処理する道を選択したのである。行平がもっと深く思考する経営者であったなら、たとえば、「組織の究極的目的が4社の枠組みのなかに残存することではなく、組織を存続させることにある」のだといったような、違った視点から考察するとか、「将来の市場のグローバル化や内外同質化のなかでは、国内的証券構造は大きな変革に迫られる時代がくる」といった巨視的視座のなかで、会社の進むべき方向を思考していたならば、山一の名前は生き続けていたものと考えられる。第2には、社長の思考と意思決定のなかには、倫理性と道徳性が存在していなければならないということである。社長にこうした品性ないしは良心が欠落していると、何時かは、会社を衰退させるものである。残念ながら、横田以降の歴代社長には共通して経営のなかに倫理的思考がみられなかった。第3は、優秀な社長であるためには、有能な部下(取締役)を持つことが必須である。それにもかかわらず、行平は自分の利得に役立つ人物を取締役に選出する傾向が顕著であった。行平の人事をみると取締役の選任や役付取締役への昇進にあたっては、本人の実力や能力、人格などよりも、社長に対する忠誠心や追従、迎合、服従を優先させることを第一義としている。

行平に代表される山一の経営体質の内奥に潜む経営倫理観の喪失が、山一の反社会的行為に対する自己抑制や自省の精神の欠如を促すことにつながり、その延長線上に山一の消滅があったというべきである。

## おわりに

一般的にいつて、歴史と伝統があり、資産規模の大きい大企業は、職種を問わず、簡単には消滅しないと考えられている。それは、多額の保有資産と蓄積されてきた企業文化が、強い耐久力を発揮することによるものであると同時に、企業内部の伝統からくる自浄作用が働くためであるというのが通説である。しかし実際には、歴史と伝統ある大企業といえども、あっけなく消滅する事例も多くみられる。1990年代における証券業界を眺めても、アメリカのキダー・ピ

ー・ボディ、ドレクセル・バーナム・ランペール、イギリスではベアリング・ブラザーズそしてわが国の山一証券、三洋証券などが挙げられる。これら事件の倒産の具体的理由はいろいろであるが、基本的には、最高経営者の経営理念と深くかかわりのある問題である。ここで山一に話を戻すと、先述したように、山一には通貫した企業文化の熟成がみられなかったところから、歴代各社長の経営方針によって会社の経営がなされてきた。このことを煎じ詰めると、各社長の個性に従って、その時代時代の山一の経営戦略がぶれることになり、経営が変質してきたことを意味する。上記の視点に立つと、行平以前の山一の歴史とは無関係に、過去とは何の脈絡もなく、行平が社長に就任することによって生じた彼独自の経営が山一を滅亡させたと解釈せざるを得ないのである。

そうだとすれば、彼の内包する経営体質の何が、どの点が、会社を滅亡させるにいたらしめたのかを考察することが必要である。第1は経営倫理の問題である。証券会社という職種の業務の性格によるものでもあろうが、世間一般の常識と証券業のそれとの間に大きな乖離があるように思われる。例えば株価バブル期の前後には、大証券会社を中心に普通では理解しにくい倫理の逸脱がみられたことは万人の認めるところである。そのような証券業界のなかにあっても、とくに山一の行平という経営者には倫理観が全く欠落していたとの見方がある。加えて山一という企業そのものも、山一に対する日銀特融(1965)以降、株式の出来高競争や利益のノルマ必達などから生じる倫理的に倒錯した行為が、社内では正義感と忠誠心をもって行われてきたのである。つまるところ、山一の破綻は、社長を中心とした企業全体の倫理の不在によって生じたものと考えられる。

第2には、先述したところでもあるが、経営者にとって最も重要な資質はたえず思考する経営者であれということである。行平は意思決定のために、取り巻き連の意見を一応聴取はしたが、それらを咀嚼することなく、また自分で深く他者の意見を思考することもなく、独断的結論に終始することが多かった。

「自分で考える」ということと表裏をなすものとして、経営者が仕事に持ち込む最も危険な思考は過去の「成功体験への埋没」である。行平は山一を破綻に

追い込んだ営業特金問題を抱えながら、その対策について何となすこともなく終始したのは、成功体験の記憶によるもの以外の何物でもない。行平が「相場はいつか必ず反騰する」と公言し「トバシ」を更新し続けたのも、第1回目の日銀特融後の株価暴騰の成功体験にもとづいた根拠のない信念であったといえる。

第3であるが、社長が会社を運営する上で良き補佐役に恵まれなければならない。行平の周囲には彼を補佐する優秀な役員は存在していなかったように思われる。山一が他社に比較しても決して劣らない優秀な人材を擁していたことは事実であるが、行平が本物の人物の登用を故意に避けたというのが真実に近い。行平は自己保身のために、自分の周囲に従順で扱いやすい役員を配し、この本質を見抜き、その解決策を講じることのできる人材を排除してきた。企業組織が活発化し、緊張感を常に維持するためには、組織内に摩擦と、良い意味での悪玉が存在していなければならないというのはけだし至言である。

#### 注)

- 1) 1912年(明45)に芸備軽便鉄道の設立に際して、株式引受業務を共同で行う目的で、小池合資は福島、紅葉屋両商会と組み、現在でいう引受シンジケートを結成した。これが証券会社による新設会社の公募株式引受の第1号となった。以後、小池合資は福島、紅葉屋両商会とシンジケート(株式のみならず債券も)を組成することを常とし、このシンジケートは「東京現物団」と呼ばれて有名になった。大正年代に入ると全国各地に現物団が生まれた。1919年頃には債券発行市場が活発化するにともなって、債券の募集においても東京現物団は活躍した。株式・債券を引受販売するいわゆる現物団組織は増加を続け、その最盛期には東京現物団を筆頭に大阪、名古屋、神戸、京都など全国に43の現物団が存在していたといわれている。
- 2) 1942年に政府によって設立された機関である戦時金融金庫の略称。戦前の株価は43年7月をピークに漸落傾向にあったが、この戦金が、殺到する売り玉に対して無制限な買い支えを行った。この強力な株価安定工作によって、終戦に至るまで株価は一定水準を維持することができたのである。
- 3) 東洋経済会社四季報(1969年・第2集)により作成した。複数主幹事の場合はそれぞれの証券会社に上積みした。

- 4) 1969年7月1日から東京証券取引所が東証総合株価指数(TOPIX)を採用するとともに、従来のダウ式平均株価は日本経済新聞が日経平均株価として引き継いだ。
- 5) 1948年制定の証券取引法では、証券業については登録制をとっていたが、65年10月の改正により免許制に移行(証取法28条)した。移行の目的は証券業の公共性にかんがみ、その経営基盤を強化し、投資家保護と証券会社の社会的信用をはかることにあった。
- 6) 有価証券の利回り保証付一任取引勘定。山一の場合、顧客企業との間で利回り保証の合意が書面で約束されたケースはほとんどなく、両者の担当者間で口頭で取引が開始されることが多かった。ニギリ行為は旧証取法においても現行証取法においても違法な行為であるとされている。
- 7) 週刊経済誌「日経ビジネス・98年2月23日号」に山一証券が見逃した3回の営業特金からの撤退の機会についての記事が掲載されている。このような見解は証券界でたびたび取り沙汰されているところであるが、筆者も各種の資料から判断して同様の見方をとっている。また行平の会長時代における、山一救済の機会を失った3回の事象については、読売新聞連載記事(98年6月16日から7月29日)の「背信」ならびに「誰が会社を潰したか」(北澤千秋著・日経B P社・1999年)「山一証券社内調査報告書」(山一証券社内調査委員会編)の各資料を参考にした。

## 第2章 4大証券会社の経営比較（Ⅰ）

### ——山一証券の経営を中心として——

#### はじめに

太平洋戦争終結(1945.8)以来(以下、大戦後と略す)、現在にいたるまでの間、わが国証券市場には、さまざまな事象がみられたが、なかでも、以下に述べる3点が証券史上最大のエポックであったものと思われる。第1は、大戦直後に行われた「証券民主化運動」とそれに続く「証券取引所」の開設(1949.4)である。第2は、1961年後半から始まった「証券恐慌」である。その象徴的事変が、日銀の山一に対する特別融資の発動(1965.6)であった。第3は、80年代後半の「株価バブルの発生」と90年からの「株価バブルの崩壊」である。

わが国戦後の証券史を1つの山脈にたとえると、先述したところの3大事は、その山脈を構成する3大主峰ともいえる。これらの主峰は4社の歴史の大きな分岐点となっていて、本章を含めて2つの章で形成される山一を中心にした4社の経営における時代区分の重要な節目をなしている。

その上で、本章「4大証券会社の経営比較(Ⅰ)」は、時代区分でいえば、終戦直後から証券恐慌までの時期(1945～65)の山一を中心にした4社の経営を比較分析したものである。経営比較の手法は主として、各社の有価証券報告書や営業報告書による財務諸表上の各種数値の比較分析を用いている。

#### 1. 業界首位の逆転

本節は、大戦後(1945.8)から神武景気相場終了(1957.5)までの期間における、山一を中心とする4社の経営比較を試みたものである。当期間を、1つの「節」として取り上げた理由は、戦前から長期にわたって名実ともに証券業界の第1位を独走してきた山一が、神武景気相場が終りをつげた1957年に、その地位を野村に譲り渡したという、両社のみならず証券業界にとっても記憶に残る時期

であったからである。

## (1) 4社体制の成立

### (a) 4社の沿革

4社とは、山一、野村、日興、大和の各証券会社を指すが、各社の簡単な沿革は次のとおりのものである。

①山一の歴史は1897年に小池国三が小池国三商店を創業したことに始まるが、それについては第1章「山一証券経営略史」に詳述しているところである。

②野村であるが、1925年に大阪野村銀行（現・大和銀行）の証券部を分離して、野村証券が設立された。当初は公社債専門業者であったが38年に株式業務の認可をうけた。39年には、事実上の本社機能を東京支店に移していたが、46年になって、正式に本社を東京都に移転している<sup>1)</sup>。

③日興証券（以下、日興と略す）は、1920年に日本興業銀行が50%出資して設立され、公社債専門業者として発足している。その日興（旧）が、44年に、川島屋証券（1937設立）と新設合併し、日興証券が誕生した。

④大和証券（以下、大和と略す）は、1943年、藤本証券と日本信託銀行が対等合併し大和証券が設立された。

### (b) 4社体制成立の推移

#### ① 4社という呼称について

わが国証券業界において、何時頃から4社（4大証券会社、あるいは証券4社）という呼称が使用されるようになったのか明確ではない。戦時下の有力証券会社の併合・合併により、終戦直前には、いわゆる4社が図抜けた力を持っていたことは間違いない。

占領軍との初の接触についての、以下のエピソードが4社の存在を物語っている。すなわち「占領軍が進駐して間もなく、調査担当の1アメリカ人が通訳をつれて兜町にやってきた。取引所は閉鎖されているし、協会でも敬遠したため、結局、山一、野村、日興、大和4社の調査部長がこれに対応した。……」というものである<sup>2)</sup>。いずれにしても、終戦後間もなく4社という呼び名が自

然な形で、一般的になったものと想像される。

## ② 4社体制の形成過程

1937年、日華事変の勃発によって、戦時統制経済は急速に強化され、証券発行業務は「有価証券引受業法」のもとに、きびしい統制をうけ、証券引受業務は業者の序列がつけられた上、8社に限定された。すなわち、山一、小池、日興、野村、藤本、共同、川島屋、日本勧業の8社である。そのうちに、8社のなかで自主的統合が進められ、その結果、証券引受会社は山一、野村、日興、大和、日本勧業の5社になった。元来、株式流通市場において、日本勧業は出来高が4社と比較して劣勢にあり、それが引受業務にも悪影響をおよぼすことにつながって、引受市場における4社体制が強固になった。

一方、株式流通市場の方は、戦時統制下にあっても自由市場の形で存続した。その理由は、もし株式が価格の変動性と流通性を喪失すれば、その存在意義そのものが失われることにあったからである。そのなかにあって、株式の売買高で群を抜いて高かったのは山一と川島屋(日興)であり、1939年以降になって野村と藤本(大和)が加わり、業界の1位から4位までを占有することが常態になって、流通市場においての4社の地位が確立されるようになった。

## ③ 旭硝子事件の4社体制に持つ意味

1949年5月には、東証・大証・名証の売買立会いが開始されたが、ドッジ・ラインの影響によって株価は暴落し、証券業者の経営は苦境に立たされた。そのため当局の規制の及ばない店頭市場で「ヘタ株取引<sup>3)</sup>」が横行したが、その代表的なヘタ株事件が、50年2月から4月にかけて全国的規模で演じられた旭硝子株の仕手戦であった。50年2月、旧三菱化成が企業再建整備法にもとづいて旭硝子、新光レイヨン、日本化成の3社に分割されることになり、旧株の所有者に対して3社の新株が割り当てられた。そのときに、旭硝子の権利株に人気が集中することになった。

この仕手戦での買い方は山一を中心とした日興、玉塚の東京方であり、売り方は大阪の多数の中小証券が主力であった。山一の大神(当時副社長)が仕手戦の陣頭に立って買いまくり、売り方を敗走させることにより、大神は大相場師



としての声価を高めることになった。

結局、証取法第167条に基づいて、証券取引委員会の仲介による「解け合い<sup>4)</sup>」が行われて、事件は終わったが、この不祥事に対して各方面から厳しい批判がよせられた。

筆者が1998年10月、植谷(山一の元社長・会長)に会う機会をえた時、植谷が旭硝子事件当時、大神の腹心の部下として、買占め事件の作戦に参画していたことを承知していたので、事件の真相について尋ねたことがある。植谷によると、当時、三菱化成側に、他者からの買占めや乗っ取りなどの危険にそなえて、企業防衛のために株式を安定株主に所有してもらいたいとの意向があり、大神が株主づくりの協力に対して相談をうけていたとのことであった。そのため、山一は50年初頭から三菱化成の株式を市場から買い始めていたが、市場低迷の折りから、山一の買いが目立つようになり、その後の旭硝子ヘタ株の仕手戦に発展したものであり、当初は、証券会社としての経済界・産業界に対する貢献という使命感から出発したものであると植谷は述べていた。この話は事実であろうが、仕手戦が拡大し、激しい攻防の乱のなかで、大神の真髓である投機を好む性向と相場師としての美学が、独り歩きを始めていたことは想像に難くない。

旭硝子事件は証券界に2つの影響をあたえた。その1つは、ドッジ・デフレによる株式市場の不振が、証券業者の経営を圧迫していたなかであって、この事件が多くの中小証券業者を更なる苦境に追い込んだことである。その結果、業界整理を促進させることになった。取引所が再開された1949年末、会員・非会員業者を合わせて、全国の登録業者は1152社であったが、53年末には848社に減り、59年末には546社に減少した<sup>5)</sup>。

証券発行市場については、大戦後から、すでに4社の独占体制化にあったが、ブローカレッジ業務においては、そのシェアは高いものであったとはいえ、4社の支配体制は盤石のものではなかった。しかしながら、表1が示すように証券業者

表1. 全国株式売買高と四社の地位

(1952年10月～54年9月)

	全 国	四 社	四社の割合
	100万株	100万株	%
1952.10~53.9	12851	4327	33
1953.10~54.9	7435	3260	42
1954.10~55.9	9107	4587	50

資料. 東証統計年報、四社各期有価証券報告書  
全国株式売買高は取引所取引高を往復計算に直して店頭売買高を加えた。

出所) 山一証券史(1958)。

数が減少するにつれて、株式売買高に占める4社の比率は上昇し続け、1955年には50%と過半を占めるにいたった。

その2は、旭硝子事件が戦後の山一の経営にあたえた影響である。1938年、山一が鐘紡株の買占め仕手戦に失敗し、当時の社長であった太田が自殺をとげるにいたった有名な鐘紡事件は、山一が株式偏重の投機的証券会社であるとのイメージを世間にあたえたが、その太田の薫陶をうけた大神による旭硝子事件は、山一が投機的、相場師的企業体質の会社であるとの印象をさらに助長することになった。「法人の山一」が創業以来の共有された山一の企業文化であったとすれば、「株式の山一」は後世になって、太田・大神によってつくられた、負の企業文化であったともいえる。個人投資家層の拡大という大衆化路線戦略の展開にとって、もっとも重要な大戦後のこの時期にひきおこされた旭硝子事件は、山一の将来にとって影を落とすことになったといえる。

## (2) 証券業をとりまく環境

### (a) 証券民主化運動

大戦後、GHQ(連合軍総司令部)がわが国に対して行った3大民主化政策の1つに財閥解体がある。その対象になった10大財閥支配下の企業群の払込資本金合計額は193億円に達し、当時の全国会社の払込資本金総額の60%にも達していた。1947年6月に発足したSCLC(証券処理調整協議会)を通じて株式は売り出されることになったが、売出株数は2億4000万株(150億円)が予定された。

これをうけて、1947年12月「証券民主化促進全国大会」が経済団体連合会、全国証券業協会など主力経済7団体の主催のもとに大々的に行われた。これを契機として、一般国民大衆による株式所有を促進するための、4社による入札売出しなどの方法を中心とした「証券民主化運動(大衆化路線)」が全国的に展開されたのである。株式処分は48～49年の2年間に集中して行われ、そのほとんどすべてを売りきることによって、大きな成果をあげた。その結果、表2に示されるように、株式放出前と放出後の株式所有構造が大きく変化している。すなわち、その特徴として、①個人所有の大幅増②その他法人の大幅減(財閥解体

分)③金融機関の小幅減少(金融機関は放出対象に指定されなかった)④証券会社  
社の大幅増(個人・法人への売込み用として、自己の手持ちを一時的に増加させて  
いた)などがあげられる。

#### (b)証券制度の歩み

##### ①証券取引法の公布と証券取引所の設立

1948年4月、戦時下に制定された国家統

表2. 株式所有構造の変化(単位%)

	1945年度末	1949年度末	増 減
個人その他	53.1	69.1	+16.0
その他法人	24.6	5.6	-19.0
金 融 機 関	11.2	9.9	- 1.3
政府地方公共団体	8.3	2.8	- 5.5
証 券 会 社	2.8	12.6	+ 9.8
計	100	100	0

出所)日本証券史2.

制色の強い「日本証券取引所法」に代り、「23年証券取引法」が新たに公布された。そして、翌49年に証券取引法(第5章)に基づいて東京証券取引所が設立された。

##### ②証券投資信託法の制定

1951年6月、「証券投資信託法」が公布施行された。当初GHQは証券会社による投信委託会社の兼営を認めず、時期尚早としていたが、野村の奥村社長(当時の池田大蔵大臣と京都大学の同窓で親交が深かった)の努力で再開に漕ぎ着けたもので、証券界の発展にとって画期的な出来事であった。

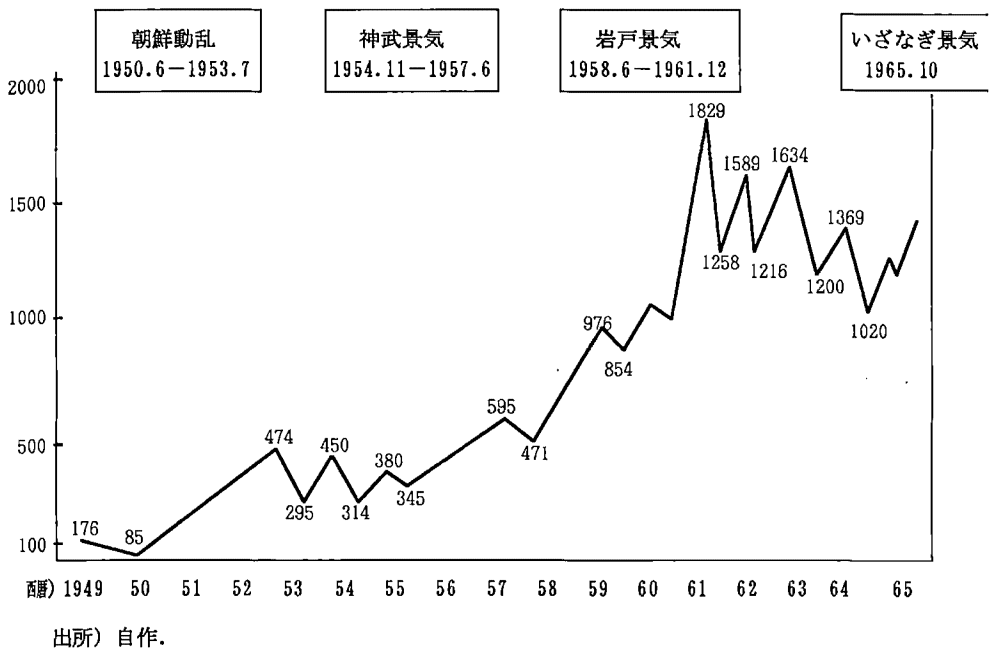
#### (c)株式市場の動向

図1は株式相場の動きを簡略に示したものである。1950年6月に勃発した朝鮮動乱は、わが国に特需景気をもたらし、企業収益を押し上げた。53年2月4日に、日経平均株価は取引所売買開始後の最高値474円をつけた。戦後初の株式ブームであった。この株式ブームの背景には2つの市場の内発的要因があった。1つは、先述したところの投資信託の好調な募集資金が、財閥解体後の放出株の個人投資家による売却で過剰気味であった市場株式を吸収する役割を演じたことであり、2つには、証券民主化を通じて拡大した証券知識の大衆化が、多数の個人投資家の市場参加を促したことである。

その後、1953年後半から54年にかけて株式市場は低迷したが、54年末を節目として、わが国経済は高度成長期を迎えることになる。1954年11月から1957年6月にいたる32ヶ月に及ぶ好景気が世に「神武景気」と呼ばれるものである。この神武景気をうけて、株式市場は上昇に転じ、57年5月4日に日経平均株価は

595円と史上最高値を更新するにいたった(図1参照)。

図1. 東証立会開始(1949. 5. 16)から証券恐慌期直前の最高値(1961. 7. 18)迄の株式相場



### (3) 4社の経営比較——山一と野村の首位逆転を中心として——

1-(1)ならびに(2)で述べてきたところの時期は、大戦後(1945)から神武景気の終わり(1957)にいたるまでの、およそ12年間である。前述したように、その期間は証券界で演じられた1つのドラマの時期に相当する。ドラマの主役は山一と野村であり、そのストーリーは久しく業界の首位の座にあつた山一が、業界2位の野村と死闘を演じた末に、1957年(神武景気の終局の年)、ついにその軍門にくだるというものである。

#### (a) 証券流通市場

①大戦前の株式流通市場の正確な業者の業容比較は困難である。株式商いは清算取引が主体であったが、顧客の多くは投機目的の半くろうとであり、また現物商や仲買人が執行する注文の大部分は自己売買、いわゆる「手張り」であった。業界の出来高順位をはかる唯一の資料は、東株(東京株式取引所)へ各業

者が納める東株納入手数料であった。それによって山一を調べてみると、山一合資として開業した1917年下期には第8位であったが、1920年下期には首位に立ち、その後はほとんど各期にわたって首位を占め続けている。

1949年5月、東証・大証・名証で売買立会いが開始されたが、表3に示されるように、各年(1949～51)とも山一が4社のなかで安定的に第1位の座にある。野村の組織営業力の影に脅かされていたとはいえ、法人営業の強みを生かした山一の時代であった。

表3. 東京証券取引所における  
4社の株式出来高 (単位千株)

年	山一	野村	日興	大和
1949	149899	137569	102371	99122
1950	207697	158062	145503	111118
1951	323557	284648	239558	181186

出所) 三鬼陽之助著「兜町」。

表4. 山一の4社株式売買高に占める割合  
(単位100万株)

	4社合計	山一	山一の4社に占める割合
1952.10~1953.9	4327	1081	25 %
1953.10~1954.9	3260	763	23
1954.10~1955.9	4587	1228	27

出所) 山一証券史(1958)、山一の各期有価証券報告書。

表4は、1953から55年までの山一の4社株式売買高に占める比率を算出したものであるが、そこからは、必ずしも安定して第1位を確保してきた過去の姿がみられなくなっている。一方、表5は表4と同年度間の、山一の委託売買1株当たり手数料を示したものであるが、各年度において4社平均を大きく上回っている。それを考慮に入れると、山一は実質的には第1位であったとの見方もできる。しかしこの時期(1952.10~55.9)あたりから、株式流通市場において、野村が山一と肩を並べて併走しはじめていた息づかいが感じられる。

表5. 山一の委託売買1株当たり手数料  
(1952年10月~55年9月)

	山一(A)	4社平均(B)	A-B
1952.10~53.9	2.94(円)	2.56(円)	0.38(円)
1953.10~54.9	2.47	2.16	0.31
1954.10~55.9	1.84	1.70	0.14

出所) 山一証券史(1958)。

## ②債券流通市場

表6は大戦後の東京市場の公社債売買額を示したものである。戦後から50年代末までの公社債売買業務が4社の収益に及ぼす影響は小さく、4社の売買高比較はあまり意味をもたない。債券流通市場(主として、東京店頭

表6. 戦後の東京市場公社債売買額

1947年*	749百万円
48年	3486
49年	23209
50年	103408
51年	101110
52年	99365
53年	50385
54年	14082
55年	11877
56年	38043

資料. 東京証券業協会調(往復)。

\*1947年は9月以降

出所) 山一証券史(1958)。

市場)が歴史的変貌をとげて大きく成長をはじめるのは、国債の大量発行が始まった70年代後半以降のことである。

## (b)証券発行市場

### ①証券発行市場の背景

大戦直後の実質的政策決定機関であったGHQは、当初長期産業資金の調達には証券市場を中心として行われるべきであるとの考え方に立っていたように思われる。しかしながら、戦前の既成投資家層の崩壊や証券投資知識をもたない一般国民層の現状に対する認識を深めるにつれて、GHQは、短期間での証券市場の成熟は不可能であると判断し、その結果、早期の経済再建のためには銀行融資を通じての長期産業資金の調達を容認せざるをえなかったというのが真相であったものと考えられる。たとえば、1950年から54年までの産業資金供給増加額に占める比率をみると、株式13%、社債4%と直接金融による調達は17%の低水準であり、間接金融優位時代の幕開けを示すものであった<sup>6)</sup>。

上述したところの金融市場の認識の上に立って、4社の発行市場における力関係を比較する。

### ②株式引受業務

山一は戦前から証券引受分野においては、他社に比較して圧倒的な実績を有し、多くの事業会社と親密な関係にあったが、その伝統は戦後にも引き継がれた。終戦後の小池・大神両社長時代においても、法人営業力の強さはいかな

表7. SCLCによる公開売出株式の引受団代表幹事数  
4社比較

年	山一	野村	日興	大和	4社計
1948	5	3	2	2	12
1949	19	18	15	2	54

注) 数字は代表幹事を務めた件数。

出所) 山一証券史(1958)。

表8. 1947~48年における電力会社の公募  
増資新株募集取扱主幹事状況

山一	野村	日興	大和	4社計
4	3	0	1	8

注) 数字は主幹事を務めた件数。

出所) 山一証券史(1958)。

表9. 1948年における金融機関の株式募集  
主幹事数

山一	野村	日興	大和	4社計
10	5	2	2	19

注) 数字は主幹事を務めた件数。

出所) 山一証券史(1958)。

表10. 増資失権株山一取扱状況(1952年10月~56年9月)

	銘柄数	株数	金額
1952年10月~1953年9月	49件	13851株	1057万円
53.10 ~ 54.9	38	4900	477
54.10 ~ 55.9	48	9409	618
55.10 ~ 56.9	118	10511	656
56.10 ~ 57.9	218	32497	1877

出所) 山一証券史(1958)。

表11. 募集売出株引受額(1954年～56年)

	1954年		1955年		1956年	
	株数	金額	株数	金額	株数	金額
	千株	百万円	千株	百万円	千株	百万円
山一	12478	1108	10983	834	22856	1633
野村	11012	1215	7125	650	17598	1414
日興	6931	801	5987	464	17887	1445
大和	5810	621	5143	395	13435	1015

資料. 1954.55両年度は各社増資目録書、56年度は各社有価証券報告書、前年10月から9月までの決算年度による  
57年度は記入方法各社不統一のため掲載不能。  
出所) 山一証券史(1958)。

表12. 終戦直後(1946-48)の証券会社による社債および地方債の主幹事数

山一	野村	日興	大和	4社計
14	10	3	0	27

注) 数字は主幹事を務めた件数。  
出所) 山一証券史(1958)。

く発揮された。株式引受業務については、表7から表11までの各表の4社比較が明確にそれを示している。企業の山一に対する信頼の高さを反映する数字として、いま1つ追加すると、企業の増資に際しての幹事証券会社間のブラケットがある。たとえば、1956年に増資を行った企業は360社であったが、山一が主幹事をつとめたのは193社であり全体の45%にも及んでいる<sup>7)</sup>。

### ③債券引受業務

表12は、終戦直後における4社の公社債の主幹事数を表わしている。また表13は、本節が対象としている期間における、各年の公募事業債主幹事数を示したものである。これらの表にみられるように、債券発行市場においても、山一が長期間にわたって独走を続けてきた。上述してきたごとく、証券発行(株式・債券)市場における山一の実力は、小池(国三)→杉野→太田→小池→大神を系譜(第1章「山一証券経営略史」参照)とする歴代にわたって受け継がれてきた法人重視の経営理念と、それによって醸成された企業文化によってもたらされたものであるといえる。

表13. 戦後における公募事業債主幹事(事務取扱)別4社引受状況

年	山一	野村	日興	大和	計
1948	3	2	0	0	5
49	59	49	32	8	148
50	115	74	60	23	272
51	135	133	61	29	358
52	147	129	56	37	369
53	157	92	57	25	326
54	134	79	50	26	288
55	166	120	82	41	409
56	118	84	55	29	286
57	107	93	54	27	281

注) 数字は主幹事を務めた事業数。  
出所) 山一証券史(1958)。

### (c)業界首位の逆転

証券会社の営業収益の柱はブローカレッジ部門であり、インベストメント・バンキング部門の営業収益に対する貢献度とは比較にならない程大きい。後掲のページで示される表25の山一の1960年9月期から66年9月期までの7年間の営業収益の平均値から計算すると、委託手数料に対する引受手数料の割合は16

%にすぎない。かりに委託手数料と投資信託手数料の合計をブローカレッジ収入とし、引受手数料と募集・売出手数料の合計をインベストメント・バンキング収入として計算しても、インベストメント・バンキング部門の収益の割合は26%である。つまるところ、業界の順位は、証券会社にとってはブローカレッジ業務の強化が最重要な課題であるといえる。

大神が山一の社長に就任した翌年(1955)春から、神武景気をうけて相場は上昇に入った。大衆化路線を経営戦略とし、個人投資家層の拡大に努力を傾注してきた野村の実力が、神武景気相場にのって一気に開花することになった。これまで常に業界トップを維持し続けてきた山一が、当期利益で、1955年9月期にはじめて逆転を喫し野村に首位を譲ることになった。しかし一方では、他の分野、たとえば手数料収入や株式・公社債売買額などは首位を維持していて、基礎的体力では野村に劣っていたものの、見た目にはまだ首の差で山一がリードしているという実感は残って

いた。やがて山一が抗しきれずに、名実共に野村が首位に立ったのは57年9月期のことである。表14、表15の業容比較に示されているように、引受業務を除いては、彼我の業容の差は歴然としている。この期を契機として、表15にみられるように山一が65年日銀特融をうけるまで、その

表14. 4大証券業容比較 (1957年9月期)

	山一	野村	日興	大和
手数料収入	4372	5192	3660	3157
うち委託手数料	2935	3768	2471	1950
引受募集手数料	672	622	660	570
信託財産運用手数料	423	484	402	362
従業員数(期末)	2657	2595	2261	2002
店舗数(期末)	60	70	62	59
投信設定額	256	197	224	155
株式売買高	5541	6820	3616	4152
うち受託売買高	2272	3017	1890	1909
株式引受取扱高	31	19	45	18
債券売買高	330	396	551	205
債券引受取扱高	434	475	(491)	455

出所)各社営業報告書、有価証券報告書より作成。

(注)店舗数(本支店、出張所、営業所、投資相談所、海外拠点の合計)引受取扱高(引受高、売出高、募集取扱高、売出取扱高の合計)ただし、株式については日興証券は引受による売出分を重複計算しており、( )内は額面金額。

表15. 大手4社の比較

	山一			野村			日興			大和		
	1957.9	1961.9	1965.9	1957.9	1961.9	1965.9	1957.9	1961.9	1965.9	1957.9	1961.9	1965.9
使用総資本	31924	133685	158385	40268	151843	179073	33231	143960	165639	30090	119292	127317
自己資本	3164	12912	3795	3660	14661	19221	3361	14742	14544	3240	12931	9338
(資本金)	2000	8000	8000	2000	8000	12000	2000	8000	12000	2000	8000	8000
借入金	14088	59248	72185	14395	53302	53897	14403	47604	56648	11943	41443	42242
手数料収入	4372	19317	13346	5192	19204	19803	3659	16998	14073	3157	14489	11132
金融収入	-169	-2644	-850	-621	-1818	-353	-153	-658	-77	-275	-1266	-270
利息損益	548	2245	-4146	673	2800	904	509	2442	202	505	2300	104

(注)金融収支は、原則として(信用取引受入日歩・品貸料+受取配当金・有価証券利息+受取利息) - (信用取引支払日歩・品貸料+支払利息)。

(出所)各社営業報告書、野村証券50年史。



利益格差は一方的に拡大するばかりで、山一の劣化は隠すべくもなかった。

#### (4) 山一の敗因と野村の勝因の研究

##### (a) 山一の敗因

山一が首位から転落したのは1957年であると分析したが、この事態にいたった過程における経営責任者は小池(1943～54)と大神(1954～64)の両社長の時代であったことは先に述べたところである。しかしながら、経営政策の決定ならびに日常業務の執行などの実質的経営権は、大神が副社長に就任した47年以降、大神が掌握していた。

山一が野村の後塵を拝するにいたった原因を大きくとらえると、「過去の成功体験への埋没」にあったように思われる。「見当識」という古語があるが、この意味合いは、今自分がどこに立っているのか、どのような時間のなかにいるのか、といったような自分を取り巻く状況を正確に認識しうることだといわれている。成功体験に埋没すると、この「見当識」を失うことになる。殊に企業は個人よりも成功体験に埋没しやすい。なぜならば、企業がある分野で長年にわたって成功を重ねると、その事業分野(山一でいえば法人部門)の経験者や成功者が企業の主導権を握り、その結果、彼等のなかから上級経営者が選択される傾向になり、したがってますます、その特定事業分野の権力が肥大化し、経営のあり方も成功部門からの視点が重視されるからである。

戦後、GHQの主導のもとに「証券民主化運動」が展開されたが、山一はこの運動が証券会社の将来の経営に対してもつ意味の基本認識を欠いていたといえる。従って、証券民主化路線を逆手にとって個人投資家拡大を経営戦略の柱にすえるといった主体的発想をもつにいたらなかった。ここに、山一が野村に逆転を許し、やがては野村のみならず、4社間の比較においても劣位に立たされるにいたった原点をみることができる。このように現在を確定的なものと信じ、既成概念を捨てることができなかつたのは、山一が法人営業の成功体験にしばられていたことの結果であると考えられる。

##### (b) 野村の勝因

野村は、戦後の証券民主化(ピープルズ・キャピタリズム)運動が、将来の証券会社経営に及ぼす重要性を深く認識していた。その内在する本質を先見的にとらえて行動を開始したのは野村だけであったといえる。個人顧客層が収益の支柱になるという確信と、販売の裾野の拡大が証券引受業務の伸長をも促進させることにつながる、という2つの意味においてである。

山一と野村との経営理念の相違には、野村に以下のような背景が存在していたことに留意することが必要である。すなわち、①創業者・野村徳七の「顧客とともに栄える」「時代を先どりする」という創業の精神が野村の企業文化となっていたこと、②野村は戦後、首脳陣が公職追放をうけ、奥村綱雄という逸材が若冠43才にして社長(1948～59)に就任し、経営者が大幅に若返ったこと、③4社のなかで唯一、企業合併がなく、したがって派閥の形成がみられず、純血のなかで一枚岩の経営が可能であったこと、④東京を本社にしたのは1946年であり、山一に比し東京圏での顧客基盤が劣弱であったため、法人顧客もさることながら個人客開拓に全力をあげて取り組まざるをえなかった事情があったことなどがあげられる。

野村は大衆化路線戦略の要は個人投資家との接点の増強にあるとして、他社に先駆けて行動を開始した。それを象徴するものとして、1953年5月から実施された「百万両貯金箱」の配布運動が有名である。この配布は100万人の投資家獲得運動として、62年まで続けられ、その終了時には100万個を越えるにいたっている<sup>8)</sup>。山一は野村に後れるこ

と5年の58年春からM I クラブ (マンスリー・インベストメント)を発足させ「100万ドル貯金箱」の配布をはじめている。野村の「百万両貯金箱」作戦は戦略表現の1手段であって、基本的な顧客拡大戦略は①店舗網の拡大(表16参照、とくに野村は50年に32支店であったものが59年には88支店と他社に比

表16. 店舗数4社比較

年	山一	野村	日興	大和
1950	33	32	30	28(含出張所10)
53	54	48	50	46(同上 16)
57	60	76	62	52(同上 17)
59	67	88	75	56(同上 15)
1960	102	95	97	89
61	109	100	104	94
62	109	100	109	90
64	103	100	103	90
65	77	88	86	80
66	77	91	84	80
67	77	90	85	82

注) 店舗数は原則として、各年9月末現在で、国内支店のみ。

ただし、各社の53年、57年、59年の店舗数には支店以外に営業所が含まれている。  
出所) 各社有価証券報告書、会社4季報(東洋経済新報社)。

し大幅に増加している)、②女性証券貯蓄係(ミディ)の大幅増員(野村は証券貯蓄制度を53年に採用したが、山一は同制度を58年になってからスタートさせた)、③野村は投資信託法(51.6公布・施行)の生みの親であり、投資信託を利用しての個人投資家の新規獲得運動の全社的取組み(その販売額と残存元本は他3社を大きくリードした)などの3点であった。

## 2. 岩戸景気時代の4社経営

### (1)証券業をとりまく環境

#### (a)株式市場

神武景気のあとしばらくの間、景気は沈滞していたが、1958年に入ると景気は急速に好転し、61年末頃までブームを迎えるにいたった。いわゆる岩戸景気(58.6~61.12)である。日経平均株価は61年7月18日には史上最高値である1829円を記録するにいたった。しかしながら、相場はそれを転機として、証券恐慌期という長いトンネルに入っていくのである。

#### (b)投資信託の急成長

岩戸景気相場をもたらしたものは基本的にはわが国経済の急成長であるが、上昇相場の牽引車となったのは株式投資信託の規模の拡大であった。株式投資信託の残存元本をみると、1955年末には598億円であったが、証券恐慌以前のピークとなった63年末には1兆1703億円の規模に達し、8年間で20倍に成長している。「池の中の鯨」といわれたほど、株式市場での投信の存在は大きかった。間接金融支配下にあって、株式発行が相対的に少なかったのに対し、投信を通じて莫大な大衆資金が短期間に株式市場に流入したことが、株価の上昇を招いたといえる。

ところが1961年の金融引締めによって、株式市場は企業の資金調達のための「駆け込み寺」に化した。たとえば、57年から61年の4年間の東証第1部上場企業による有償増資額は8500億円であったものが、62年から65年の4年間には2兆円にも達している。一方、61年夏からの株価の下落に際しての投信解約の増加は投信組入れ株式の売却につながり、それがさらに株価の下落を呼ぶとい

う悪循環をもたらした。つまり株式供給の急増と投信解約の激増という株式の需給関係の悪化が証券恐慌を招いた大きな要因の1つであった。

### (c) 第2部市場の開設

1961年10月、東京・大阪・名古屋の3取引所に市場第2部が開設され、新興企業の育成の場が開かれることになった。新たに市場第2部に上場された銘柄は、その大部分が店頭売買承認銘柄<sup>9)</sup>であったものであり、東京は325社、大阪は171社そして名古屋は58社でそれぞれスタートした。その後第2部市場は大ブームをきたしたが、その反動として、65年証券恐慌時に、証券会社の傷痕をより大きなものとした。

ここで、第2部市場の開設にあたって「法人の山一」の実力を紹介しておくことにする。また、このことが山一の栄光であったと同時に、1965年の山一の挫折の大きな原因ともなったのである。

1961年の第2部市場開設時に東京市場の上場企業は325社でスタートしたと述べたが、そのうち40%にあたる129社が山一主幹事であり、野村のそれは86社であった。その後、折からの公開ブームによって、62年末には142社増加し、第2部上場企業は、467社を数えている。467社の中身をみると、山一が主幹事・共同幹事を務めた企業の割合は40%に達している<sup>10)</sup>。

## (2) 4社の経営比較

### (a) 山一の業績低迷

戦前の山一は、一見（いちげん）客には取引を断るほどで、当時にあつては、山一の顧客であることは顧客にとっても一種の誇りでもあった。そのような山一の企業体質が、戦後の大衆化路線経営に後れをとった一つの原因となったことはいなめないところである。ところが、山一にとって不幸であったといえるのは、証券会社が戦後最大の好況を謳歌した岩戸景気相場(1957.12～61.7)が、一般大衆を最大の顧客基盤として形成された性格の相場であったということである。それには、わが国経済復興後の爆発的な国民所得の増加が背景にあった。

前掲の表15「4社の比較」の1961年9月期を分析してみると2つの特徴が見い

出される。第1は「税込利益」で、山一が目標としていた業界第1位の奪回どころか、4社中最下位に転落していることである。第2は、山一の借入金が4社の中で最大であり、したがって金融収支が4社で最悪を記録していることである。

利益が4社比較で最低になった主たる原因は、第2で指摘したところの多額の借入金と、それにともなう大幅な金融収支のマイナスに帰せられるところから、何故そのような現象が生じたかの検討が必要である。

表17. 株式・公社債売買の4社間シェアの変化 (単位%)

期末	山 一		野 村		日 興		大 和	
	株式	公社	株式	公社	株式	公社	株式	公社
1960.9	27.7	18.0	30.5	25.0	24.3	28.8	17.4	28.2
61.9	29.2	19.5	24.8	25.8	24.7	32.7	21.4	22.0
62.9	26.1	23.0	31.3	30.4	22.4	23.8	20.2	22.8
63.9	24.6	25.6	30.0	30.3	26.0	22.9	19.5	21.1
64.9	26.4	25.2	30.7	28.0	23.2	22.3	19.6	24.6
65.9	22.3	27.7	35.5	24.5	24.6	25.2	17.6	22.7
66.9	18.7	20.0	33.6	31.7	28.1	24.9	18.4	23.3

(出所)証券経済研究第19号(橋本寿朗)。

表17が示すように、山一の1961年9月期の株式シェアは期初の目標どおり4社の首位に返り咲いたが、その中身を調べてみると、委託売買は総売買金額の36%にすぎず、自己売買が64%にも達している。当時は4社とも程度の差はあれ、自己売買比率は比較的高水準であったが、それにしても山一の自己売買比率は異常な高率である。このブローカー・ディーラー業務は多額の商品有価証券の所有を常時必要とし、それが61年7月からの株式市場の悪化の過程で山一に与えた打撃は、他社以上に深刻なものとなったのである。

自己売買は多額の借入金を必要とする。そのための資金調達の主として銀行借入れ、ないしはコールマネーの取入れによって行なわれていた。したがって大量の担保の差し入れを必要とし、それは割引金融債を中心とした「運用預り<sup>11)</sup>」の無謀な利用につながるようになった。割引金融債の顧客への販売において、運用預りは不可欠となり、そのため顧客に対して品借料(品借料は日歩3厘以下とするという通達があった)を支払う必要があり、それがさらなる金融収支の悪化につながった。山一の大神はその生涯を通じて相場に対して強気の姿勢を保ち続けた人物である。それは彼の性格によるものであろうが、わが国

経済が長期にわたって拡大、成長し続けるということに、いささかの疑念も感じていなかったこともある。その上に立っての強気の相場観は、一種の信仰に近いものが感じられた。彼の経営理念が、他社以上にディーリングのための商品有価証券の増加をもたらし、それが過大な借入金と多額な金利支払の結果につながったのである。1961年9月末といえば、すでに岩戸景気相場は終焉を告げ、相場は下降に転じていたため、山一の手持ち株式も大きな含み損を抱えはじめていて、商品有価証券を売却することも困難な状況のなかで、金利支払が大きな負担として残され続けていた危機的状態であった。

先に、山一が1961年9月期に税込み利益で4位に転落したと述べたが日興、大和との比較において、利益以外他の項目においても劣勢が明確になりはじめるのは表18、19にみられるように62年9月期以降のことである。

表18. 山一証券と4社合計の営業収支比較  
(単位%)

年	1961	1962	1963	1964
4社合計	100	74.9	76.1	-4.4
山一証券	100	46.4	33.2	-53.1

注) 営業収支=手数料収入-営業経費各年9月期。  
出所) 『山一証券の100年』(山一証券)より作成。

表19. 山一証券の経営悪化状況(4社に占める  
山一証券の比率) (単位%)

	1961年9月期	1964年9月期
手数料収入	27.6	23.7
株式委託手数料	25	25
その他手数料	28.5	22.4
投信募集高	25	22.4

出所) 『山一証券の100年』(山一証券)より作成。

## (b) 山一の経営戦略の転換

大神は1958年になって、大衆投資家営業に経営戦略の重点を置くことを公式に発表した。野村に後れることまさに10年である。以下、大神の社長訓示・書簡を披見することによって、決断の態様を示すことにする。

①社長書簡抜粋(1958.1.16)「…、換言すれば今後の証券界を左右するものは大衆投資家向けの商品である投資信託募集額の多寡にかかっている。わが社の現状を直視するとき遺憾ながら満足すべきものではないと思われる」とある。

②全国支店長会議における社長訓示抜粋(1958.5.14)「…、山一の将来を考えて、他社に劣っているところは、この大衆に対する接触が非常に足りなかったのだという一語に尽きるということを考えると、この傾向に対しては、はなはだ寒心にたえないのである。…、また証券会社のなかでトップに立つということを考えるならば、この累積投資なり、貯金箱の配布などからの成果をより

以上に、より効果的にあげていく以外にないと思う」と述べている。

③社長書簡「社債の個人消化促進について」の抜粋(1958.10.18)「…。いやしくも同じ条件下にある同業他社に比べ、相当の後れをとっていることはまことに遺憾である。事業会社のための起債市場を充実させることがわれわれ引受業者の任務であるが、このためにも個人消化層の拡大が必要である。社債引受幹事の比重において他社を圧しているわが社の優位をさらに高めるために、個人消化を促進することが絶対の要請となってくるのである」としている。

そして彼は現実には、その実現に必要な具体策の実行にも同時併行的に着手している。すなわち、その1として、表16に示されるように、店舗網の大拡充、その2としては表20にみられるように、1959年から従業員の大量採用に踏み切り、61,62,63年の3年間の従業員数は4社のトップに立っている。ことに将来の営業の中核となる大学卒の新規採用は表21が示すように、60年から62年にか

表20. 従業員4社比較 (単位:人)

年	山一	野村	日興	大和
1956	2432	2370	2062	1782
57	2657	2595	2261	2002
58	2872	2917	2555	2185
59	3472	3551	3237	2755
1960	4724	4447	4510	3865
61	7326	6389	5911	不明
62	9114	8383	8515	6930
63	9075	8145	8315	不明
64	8060	7595	8154	6955
65	5226	6901	6405	5542
66	5383	6389	6093	5621
67	4920	6154	5717	5524
68	4758	5912	5140	5298
69	4708	6041	5227	5509
70	5284	6225	5509	5373

注) 従業員数には証券外務員、証券普及員、集金人などは含まれていない。従業員数は各年9月末現在。  
 ・山一の従業員数は1969年(9月)の4,708人がボトムとなった。  
 ・山一の従業員数が2,000人台にのせたのは1953年4月末(2,029人)である。

出所) 各社有価証券報告書、会社四季報(東洋経済新報社)、山一証券年表(1958)。

表21. 山一の従業員数の推移 (単位:人)

年	従業員総数	新規採用者数	(内)大学卒業者数
1945	470	—	—
49	1006	—	若干名
1952	1552	—	50 名
53	2029	195	120 名
54	2363	173	100 名
55	2320	34	10 名
56	2432	71	6
57	2657	278	30
58	2872	293	61
59	3472	542	124
1960	4724	1081	247
61	7326	2528	468
62	9114	2265	512
63	9075	582	93
64	8060	634	126
65	5226	7	7
66	5383	160	8
67	4920	406	36
68	4758	479	62
69	4708	445	69
1970	5284	691	95
71		678	104

注) 各年9月末集計数。新規採用数は各年4月入社の人数。一印は不明。※印概算数。

ちなみに1962年の従業員数9114人の内訳は男子4482人、女子4632人である。

出所) 山一証券年史(1958)、山一証券年表(1958)、山一証券の百年(1998)。

けては驚異的な大量採用を行っている。ただ、集金係に関しては、大幅増員計画を実施したにもかかわらず思うように成果があげられず、62年9月末で総数682名であった。当時、野村は1500名程度であったと推測されるので、この面では大きく劣勢に立たされていて集客力、集金力に悪影響を及ぼすことになった。

以上、1950年代終盤から、山一が大衆化路線経営に方向転換したことをる説明してきたが、結果的には満足すべき成果はみられなかった。63年4月20日の全国支店長会議で大神は大衆化路線戦略が期待された成果をあげえなかったことに関して自省を込めて、彼のこの問題に関する最後ともなった訓示を行っている。その内容は、「今後、社会・経済が高度化するにつれて、大衆の有価証券保有額はますます増加していくものと思われる。このような時期には、どうか商品間のコロガシや回転のみに気を奪われることなく、いかにして証券市場に大衆の資金を多く流入するかということにつとめ…、大衆の基盤に立って広い客層をもつことが必要であり、そのためには顧客の財産運用に際し、適切な助言を行いうる高度な能力が必要である」というものであった。

### (3) 失敗の本質

山一が何故、大衆化路線拡大という経営の革新に成功しなかったについては、さまざまな要因が考えられるが、ここでは重要と思われる以下の2点を指摘しておきたい。第1は、一般的にいつて、企業文化とは変化しにくいものであり、連続性があるとされている。山一の企業文化は「法人の山一」と「株式の山一」という言葉に表現され続けてきた。一方、大神は1950年代後半になってから、証券民主化が証券市場にとって不可避的なものであるとの認識をもつにいたっているが、その先見的基本認識が遅すぎたといえる。

第2としては、大神自身が「法人の山一」ならびに「株式の山一」そのものであって、その象徴が対極に立つ「大衆化路線」を陣頭指揮することは自己撞着を意味し、そのなかでの経営理念の急変が社員に一種の戸惑いを感じさせたということである。「旭硝子買占め事件」で大相場師として喧伝された人物が



最高経営者にあったままで、大衆化路線に成功することは当初から困難なものであったといえる。

### 3. 証券恐慌期と山一証券の経営破綻

図1に示されているように、岩戸景気相場が1961年7月に大天井（日経平均株価：1829円）をつけた後相場は下げに転じ65年7月に大底（1020円）を打つにいったが、この時期がいわゆる証券恐慌期と称されている。山一はこの時期の終わりに経営破綻を起し、65年5月、日銀から特別融資を受けるにいたっている。

#### (1) 証券業をとりまく環境

##### (a) 株式市場

1961年、景気は4年目を迎え、調整局面に入り、12月には日経平均株価は1258円まで下げた。63年には、同年7月のケネディ・アメリカ大統領による利子平衡税の導入、さらに11月にケネディ大統領の暗殺事件が重なり、12月には1200円に落ち込んだ。64年夏頃から、金融引締め効果が浸透しはじめて、産業界の企業収益が圧迫され、64年、65年と2期連続して減益決算となった。当時1200円が相場の防衛ラインとされていたが、65年3月には1200円を割り込み、5月の証券恐慌に連なっていた。この株価崩壊局面での底値は、65年7月12日の1020円であり、61年7月の最高値から44%の下げとなった（株価は図1参照）。

##### (b) 運用預り制度の弊害

「運用預り制」については2-(2)-(a)ですでに言及したところであり、ここでの詳細は省略する。この制度が、結果的に、山一破綻(1965)の大きな原因の1つになったことは確かである。表22の証券業者全体の「運用預り残高の推移」にみられるように、残高は1960年から急増しはじめ、65年にはピークに達している。一方、表23「証券会社のコール・ポジション」をみると山一のコールマネーは4社のなかでも巨額であり、これから類推すると山一の「運用預

り」額は4社で最大であったものと考えられる。さらに山一の場合、運用預り債券担保の借入金で株を買い付け、その買入れた株式を担保として借入金をおこし、その資金で株式を買うといった「株式買付け→株式担保差入れ→銀行借入れ→株式買付け」という循環の繰り返しを行っていたといわれている。

表22. 運用預り残高の推移  
1957年9月～1969年12月

	運用預り残高
1957年9月	374億円
1958年9月	590
1959年9月	1083
1960年9月	1460
1961年9月	1398
1962年9月	1542
1963年9月	2091
1964年9月	2490
1965年4月	2932
5月	2765
9月	2651
1966年9月	2535
1967年9月	1574
1968年3月	1289
9月	901
1969年3月	549
9月	123
12月	—

(出所) 『大蔵省証券局年表』。

表23. 証券会社のコール・ポジション(1964年9月)

(単位 億円)

	本業マネー	除 自 社利用	本 業 ポジション
野 村	187	60	-182
日 興	292	52	-273
大 和	265	20	-178
山 一	372	54	-342
19 社	1594	379	-1439

(出所) 日本銀行営業局 [1964]。

他3社も、上述したのと同じような状況にあったものと思われるが、山一がひときわ借入金と金利支払が多額であったのは、自己売買比率が高かったことと、第2部市場上場会社あるいは上場予定会社の主幹事数が他3社に比して極端に多かったために、幹事会社株式の事前取得や上場後の株式買支えによる手持ち株式の増加が、より大きなものになったことによる。山一は新規上場会社の開拓に積極的であり、その有力な手段として、メインバンク（三菱銀行・富士銀行・日本興業銀行）の協力をあおいだが、一方では、そのことは銀行や上場会社にも大きなメリットがあった。しかし、結果として、公開ブームが証券不況を増幅させたことを考えれば、証券会社と結託して行動した銀行にも問題がなかったとはいえない。特に証券会社の企業に対する審査能力の欠如は、企業公開の当初から危険をはらんでいた。企業に関する審査力は銀行に帰属していたことを考えると、新規上場企業に対するメインバンクの審査責任も問われな

ければならない。

### (c) 公社債投資信託の功罪

1961年1月、投資信託の新商品として、投資対象を公社債に絞った「公社債投信」が誕生した。発売当初から爆発的人気を呼び、61年の年間設定額は2445億円に達した。しかし、同年7月から金融引締政策がとられるとともに、解約が増加し残存元本が激減するが、当時は債券流通市場が未発達であったため、解約にともなって売却される公社債は、そのほとんどが証券会社の手持ちとなり、4社の資金繰りを圧迫する結果を招くことになった。

## (2) 4社の経営状況

(1)で述べた証券業をとりまく環境のなかであって、4社の業績は次第に悪化していった。表24は、最悪期(1964.9)の4社の決算数字である。

表24. 4社収益・資産状況(1964年9月期)

	山 一	野 村	日 興	大 和
	百万円	百万円	百万円	百万円
使 用 総 資 本	169030	154017	160218	127763
借 入 金	74492	59137	63686	59165
借入有価証券(純)	60346	55117	54993	43253
商 品 有 価 証 券	17881	28468	34988	19231
営 業 収 益	16271	21983	15881	12965
(有価証券売買益)	1360	1003	762	-253
支 払 利 息	8305	7559	6734	6241
有価証券評価損	2180	2792	1308	1705
税 込 利 益	-3455	1045	-2431	-2175

(出所) 各社営業報告書。

税込利益をみると、野村以外は大幅な赤字を計上している。1965年9月期(表15参照)になって、最悪状況は脱したもの、各社とも後遺症を残した決算となっている。なかでも山一は対前期比で税込利益が一層の悪化を示している。

証券恐慌期のなかで、4社の業績が悪化した原因を以下に分析して列記する。

①1966年に改正証券取引法が新しく公布される以前においては、証券会社は収益をディーリング業務に大きく依存していたため、市況が悪化すると売買損や評価損が大幅に増加した。②前述のごとく、各社とも公社債投信の売却が殺到し、大量の債券の手持ちを余儀なくされた。③表16.17に示されるように、神武景気の末期頃から、4社競って店舗の新設、従業員的大幅採用に乗りだし、経営

の拡大を行った結果、人件費など一般管理費が大きく膨脹していた。④表15. 24にみられるように、4社とも程度の差はあれ、営業外費用としての支払利息が急増していた。これは商品有価証券の大量保有や店舗増設のための不動産取得による借入金の増大の結果である。

### (3) 山一の経営不振（4社比較を交えて）

証券恐慌期における経営の悪化は証券業界全体の問題であったが、そのなかにあっても何故、山一だけが経営破綻にいたり、日銀特融を受けるにいたったのかという、いわば山一固有の軌跡を考察する。

#### (a) 有価証券報告書を中心とする経営分析

##### ① 営業利益

表25によって山一の営業収益をみると、1961年9月期以降、市況の基調的下落もあって、趨勢的に下降傾向にある。そして表17が示すように、収益の悪化トレンドと歩調を合わせるように、山一の株式の4社間シェアは、あきらかに下降線をえがいている。その分、野村がシェアを上げて日興、大和はほぼ横這いである。61年9月期の山一の委託手数料増加（表25参照）は、基本的には株式相場の上昇と総売買高の増加（年度間の売買高は394億株で前年度比19%の伸び）にあった。しかし一方、表17が示すように、61年9月期の山一の株式における4社間シェアが第1位にあるのは、自己売買比率が高いとはいえ、社運をかけての努力の結果を示している。当時、株式シェアでも野村にトップを奪取

表25. 山一の営業利益の変化 (単位 百万円)

期	営業収益						営業費用		営業利益
	委託	引受	募集他	その他	差益	合計	販売	管理	
60.9	8650	1046	579	2631	2196	15087	3228	6483	5376
61.9	11350	2423	720	4824	4726	24077	4575	9423	10059
62.9	8989	1069	678	6196	5417	22350	4589	9886	7875
63.9	11540	1204	3688	3465	1616	21424	5301	12745	3378
64.9	6315	1232	3155	2832	1360	14894	4499	11850	-1455
65.9	6734	1257	2350	3005	-443	12903	3207	9506	190
66.9	9724	1685	2231	2193	1060	16443	11263		5180

注) 募集・売出手数料、その他手数料は主として投資信託販売手数料。

出所) 山一証券『有価証券報告書』。

され、日興にも追い上げをうけている山一の大神は、61年9月期を「関ヶ原の

決戦」の年と位置付けて全社に檄をとばし、最後の勝負をいどんだのである。

全社をあげての総力戦の結果、同期には、株式シェアと手数料収入では4社のトップに立つことができた（税込利益では4位に甘んじたが）。「天下分け目の戦い」といったような短期決戦では、大戦時の日本軍のように精神的なやる気を強調することによって勝利することもあり得る。しかし企業基盤の劣化のなかでは、無理な戦いであり、かえって傷口を大きくした。1例として「4社の保護預り<sup>11)</sup>株数」の状況を表26に

示したが、この数字は各証券会社の客数、客質の多寡・良否を総合的に表す重要な尺度であり、証券会社の実力を表出したものである。この表から読み取れるのは、野村の絶対優位と山一の4社のなかでの相対的低下傾向である。この保護預り株数の差違からみても、山一が野村に挑戦することは、まさに竹槍でもって銃に刃向かうの感があった。

表26. 4社の保護預り株数（単位：万株）

年	山一	野村	日興	大和
1961	67256	113213	65928	45569
1962	100686	149531	95825	65807
1963	134843	179400	117544	78047
1964	139786	200500	131852	89785
1965	104591	227800	132815	86790
1966	112400	265232	180612	112922

出所）各期（9月末）有価証券報告書。

表27. 山一の経常損益の推移（単位：百万円）

年	営業利益	営業外益	営業外費	経常利益
60.9	5376	2738	40168	3579
61.9	10059	3694	10871	2459
62.9	7875	4795	10922	1227
63.9	3378	6650	12291	-2950
64.9	-1455	7421	11332	-5366
65.9	190	7278	8422	-953
66.9	5180	5885	6933	4132

今1つ注目すべきは、表25にみられる山一の営業利益の傾向的伸び悩みである。「その他手数料」は主として投資信託の販売手数料が占めている。投信収入に占める4社間シェアをみると1961年9月期に山一は29%であったが、64年9月期には21%へと大幅に低下している。同期間における山一の投資信託（株式投信・公社債投信合計）残存元本のシェアは25%から22%に減少している。これは山一の野村、日興に比較して劣勢な個人顧客層の、さらなる離脱を示すものである。

山一にとって、営業費用はさらに深刻な問題であった。表25が示す営業費用のなかで、管理費が1960年9月期以降、顕著な増加をみせている。主たる項目は人件費と土地・建物賃借料であり、先述したところの強気の拡大戦略が原因となっている。営業収益と営業費用の差である営業利益をみると、61年9月期以降悪化しているが、これは営業収益が下降傾向のなかで、営業費用がむしろ

増加をたどった結果である。

## ②経常損益

表27は山一の経常損益の推移を示したものであるが、営業外費用をみると、1961年9月期には対前期比2.6倍に増加し、その後各期にわたって漸増している。この増加は有価証券評価損<sup>13)</sup>と多額の借入金に対する支払金利によるものである。しかも当時は、金利上昇過程にあり、営業外費用の減少は期待できなかった。総括すれば、営業利益の大幅減少のなかでの、営業外費用の下方硬直性によって、経常損益は63年9月期には赤字に転じている。64年9月期には、日興、大和の経常損益も赤字になったが、山一の赤字幅はより拡大した。

### (b)大神社長の退任と日高社長の就任

表28は山一の、表29は野村の、それぞれの自己資本・商品有価証券・有形固定資産の証券恐慌期における金額を時系列的に示したものである。その特徴は、山一の1963年9月期以前における商品有価証券と有形固定資産の異常な膨らみである。とくに、山一と野村との自己資本との対比において山一の商品有価証券・有形固定資産をみると、その相対的大きさが際立っている。その理由については、すでに説明してきたところである。山一は63年8月に「第1次合理化対策」を作成し、不況対策に取組みはじめていたが、同業他社に比べ、リストラ開始の時期およびそのテンポが遅れていたことは否めない。

表28. 山一の自己資本・商品有価証券・有形固定資産(単位 百万円)

	1961.9	1962.9	1963.9	1964.9	1965.9
自己資本	13134	12912	11797	7941	3795
商品有価証券	23183	19295	26777	13745	3990
有形固定資産	5025	6071	4749	2599	2431

注) 商品有価証券は株券のみ。

出所) 各期有価証券報告書。

表29. 野村の自己資本・商品有価証券・有形固定資産(単位 百万円)

	1961.9	1962.9	1963.9	1964.9	1965.9
自己資本	14614	15055	21049	18377	19221
商品有価証券	27179	21557	21880	32450	24801
有形固定資産	3984	3927	4291	3429	2754

注) 商品有価証券は株券のみ。

出所) 各期有価証券報告書。

ここで、注目すべきは1964年9月期(表28参照)における山一の自己資本・商

品有価証券・有形固定資産額が大幅に減少していることである。その原因は、64年3月、大蔵省による特別要請で「第2次合理化対策」の提出とその実行を強制され、徹底的なリストラによる合理化を命じられた結果である。この合理化案の具体的結果の一端は表16「店舗数4社比較」、表20「従業員4社比較」、表21「山一の従業員の推移」にもあらわれている。

1964年8月から山一は大蔵省の定期検査をうけた。大蔵省に新しく証券局が誕生した直後の、証券会社に対する最初の検査でもあり、緊張感のなかで行われたが、その結果の講評はきびしいものであった。要約すると、①会社の経営が組織的、合理的に行われていない②財務構成が不健全な状態にある③各職位の職責が明確でなく、責任の所存があいまいである④未公開株を多く抱えているが、不十分な調査のまま取得されているものがある⑤証券業者としての限界を超え、企業育成の責任があるかのような思い込みがみられる、といったものであった<sup>14)</sup>。

大蔵省は検査の中間報告の段階で、すでに経営陣の刷新を山一に要求した。山一としても、現経営陣のままでは免許取得は不可能であると判断し経営陣の交代を決断するにいたった。

山一は1964年11月24日、定時株主総会で取締役全員が任期満了となり、新たに再任も含めて23人が取締役に選任された。大神は当面再建に協力するとの名目で会長につき、日高輝が社長に就任した。日高は元日本興業銀行常務で、その当時は日産化学工業社長として任期途中であったが、興銀・三菱・富士の3行からの全面支援を条件に山一の社長就任を受諾した。

山一の危機とその救済は、証券市場の長期にわたる不振と山一のずさんな経営にあったことはいうまでもない。その上に立って、証券恐慌をもたらした原点には、戦後のわが国経済の発展が間接金融の主導のもとで行われてきたなかで、大蔵省が目指す直接金融市場の育成という大義名分に名を借り、証券会社が古い経営体質の近代化への追求を放棄したまま、非常な背伸びとかけ足で、間接金融の担い手である銀行を追いかけ、短兵急に地殻変動を求めたということが存在している。

## おわりに

本章を書き終えてみると、全体を通じて大神時代の経営を論述することに終始する結果になった。従って「おわりに」では大神とその経営について私見を述べることにする。

筆者は1953年に山一に入社し、その後62年迄大阪店金融法人部に所属していた。大神は、54年、社長に就任しているが、相手は「雲上人」であり、接する機会などもちろんなかった。しかし、池田内閣の誕生した年の60年に大神が来阪したときに、たまたま大阪に本社を置くある大銀行へ大神が表敬訪問するに際し、案内役として随行を命じられ、同行したことがあった。

訪問先の大銀行では、山一の社長というよりも天下の大相場師として世上高名な大神に対する興味も手伝ってか、大応接室において頭取以下多数の銀行幹部が出迎えた。

記憶に残る大神の風貌は縁なし眼鏡をかけ、ちょびひげをはやした赤ら顔で、体形は短躯、小肥りであり、あまり容姿をかまわない寡黙な人物であった。しかし一方では、小事にこだわらないというか、何を考えているかわからないような芒洋とした風格が感じられた。

普通、挨拶のための訪問といえ、訪問者の方からしゃべりかけ、双方和気あいあいの内に会談を終えるものである。しかし、大神は常人とことなり、メイン・ソファの中央に悠然と座したままで言葉を発する気配がなかった。相手側は、いたたまれなくなり、頭取以下側近達が色々話題を切り出しその場をつくろったが、大神はあいづちは示すものの、ほとんど無言であった。ただ今でも鮮明に記憶に残っているのは、彼が誰にともなくつぶやくように言った「インフレですね」という言葉だけである。30分ほどの訪問であったが、大神が感じさせた、ものに動ぜぬ存在感の大きさを今も忘れることができない。

山一の戦後を顧みると、大神時代を含めて、山一の破綻(1997)にいたるまでの間、一貫して右肩下がりの敗北の歴史である。その「失敗の研究」のなかで、痛感させられるのは、最高経営者の責任を問うことの難かしさである。

経営責任の追求には、4つの視点があるといわれている。それらは、①法律



や法令に対する違反、②経営倫理にもとる反社会的行動、③業績不振や同業者間競争での敗北、④経営戦略に関する判断や決断の誤りである。

大神の経営に則して考えれば、①と②のケースでは、当時の時代背景を考えると責任を問われない。③に関しては責任を問われてしかるべきである。ここで問題なのは④についての責任である。正確に表現すれば大神が経営戦略の判断や決断を行わなかった、あるいは、誤ったのではなく、決断の時期が(野村に比較して)遅れたということである。一方、山一が個人投資家層拡大戦略への転換に関して、日興、大和の後塵を拝したという事実はみあたらない。

つまり、大神の全社に対する公式の戦略転換の決断は遅れはしたが、その後、個人顧客開拓の促進を全身全霊をかけて訴えかけるとともに、対応策をつぎつぎと打ち出している。それにもかかわらず、実績をあげえず、4社の最下位に転落した根幹には、大神の絶大な権威や強い意志力をもってしても、短期間で動かすことのできなかった山一の「企業文化」が存在していたことにあると考えられる。一般的に企業文化は変化しにくいものであり、連続性があるといわれているが、大神は、たまたま新しい企業文化を必要とする時期に指導者の立場にいたにすぎないとの見方もできる。そのことは、どの時代の指導者も、旧来の企業文化を大切にすると同時に、後代の指導者のために、旧来の企業文化に対する対案を用意し得る先見的能力を必要とすることを意味している。

歴史は組織の失敗を事後的にその時代の最高経営者に帰せしめるが、それだけでは、経営責任について弁明する機会もあたえられずに去っていった人間にとっては苛酷すぎるのかもしれない。

#### 注)

- 1) 有沢広巳監修『日本証券史(1)』日本経済新聞社、1995、115頁。
- 2) 有沢広巳監修『日本証券史(2)』日本経済新聞社、1995、44~5頁。
- 3) ヘタ株とは未発行の増資新株または権利株を表す。したがって、実株は存在せず「株式割当の権利」を売買することになる。一種の精算取引であり差金決済ですむため、丸代金は不要で売買が容易であった。

- 4) 不測の事態などにより相場に激変が生じた場合に、混乱を避けるため、関係者の協議のもと一定の価格を決め、その値段で決済を行い、売買契約を解除することをいう。
- 5) 有沢広巳監修『日本証券史(2)』日本経済新聞社、1995,101頁。
- 6) 同上書、11頁。
- 7) 山一証券『山一証券史』1958,972頁。
- 8) 宮本惇夫『野村証券5人の社長』日本実業出版社、1989,70~2頁。
- 9) 1949年5月に取引所が再開されたあとも、非上場銘柄の店頭取引が活発だったため、同年6月に店頭売買承認銘柄制度が設けられた。
- 10) 草野厚『山一証券破綻と危機管理』朝日出版社、1998,40頁。
- 11) 証券会社が品借料を支払い、不特定多数の顧客から有価証券(主に割引金融債)の消費預託を受ける行為をいう。証券会社は借り受けた有価証券を担保に資金を調達した。この制度は1955年には証券会社の兼業業務となった。その後証券恐慌の際に解約急増によって破綻をきたし、68年3月末をもって廃止されるにいたった。
- 12) 証券会社が顧客の有価証券を顧客のために保管することであり、顧客は安全を確保し受渡しの煩瑣を避けることができる。保護預り業務は証券会社の付随業務とされている。
- 13) 山一の有価証券評価損に関しては、第2部市場の幹事会社の手持ち株式の、ある部分を取得価格で子会社へ移し替えるという粉飾を行っていたともいわれている。そうであれば、本体の評価損の実態は、更に大きなものであったといえる。
- 14) 山一証券社史編纂委員会『山一証券の100年』山一証券、1998,192頁。

### 第3章 4大証券会社の経営比較（Ⅱ）

#### —山一証券の経営を中心として—

#### はじめに

従来から一貫して「山一証券の破綻」を研究テーマとして論考を重ねてきたが、その根底には4大証券会社（以下、4社と略す）のなかで、何故山一証券（以下、山一と略す）だけが消滅したのかという問題認識が存在していることはいうまでもない。山一という大企業の滅亡という事実の真因と本質の研究に対する重要なアプローチのあり方の1つとして、山一の歴史の考察を必要とすることは論を俟たないところである。山一の歴史という意味のなかには、山一の歴史を通じての、わが国の政治・経済状況や証券市場の変容という空間と時間が背景にあることはいうまでもなく、山一の歴史考察のなかに、それらが含まれていることを前提とすることは重要な意味をもっている。以上の含意のなかで、第1章「山一証券経営略史」において、山一の創業（1897年の小池国三商店の創立）から1997年の山一の破綻にいたるまでの、いわゆる「山一100年の歴史」の概要を論述したところである。

その後、山一の破綻にいたる歴史的経緯の研究を重ねるうちに、大戦後の山一の経営の歴史を更に深く、4社の経営比較のなかで考察することの必要性を感じたため、第2章において、「4大証券会社の経営比較（Ⅰ）—山一証券の経営を中心として—」を執筆した。

第2章でも触れたが、太平洋戦争終結（1945.8）以来、現在にいたるまでの間、わが国証券市場には、さまざまな事象がみられたが、なかでも以下に述べる3点が証券史上最大のエポックであったものと思われる。第1は、大戦直後に行われた「証券民主化運動」と、それに続く「証券取引所」の開設（1949.4）である。第2は、1961年に端を発した「証券恐慌」であり、その象徴的事変が日銀の山一に対する特別融資の発動（1965.5）であった。そして最後の第3は、80年代後半の「株価バブルの発生」と90年からの「株価バブルの崩壊」である。

そしてその延長線上に山一の経営破綻(1997.11)があった。

「4大証券会社の経営比較(Ⅰ)」においては上述の歴史のなかの、大戦直後の証券民主化運動から、証券恐慌とよばれた山一の経営破綻までの20年間にわたる証券市場と山一を中心とする4社の経営比較を行ってきた。本章「4大証券会社の経営比較(Ⅱ)」は、その続編に相当するものであり、証券恐慌による山一の経営破綻の救済のための日銀特融時から、山一が大蔵省に自主廃業に向けた営業休止申請を提出(1997.11.24)した直前までの30年余にわたる期間の証券市場と山一を中心とした4社の経営比較を論述している。

4社の経営比較の手法として、前章と同様、各社の有価証券報告書などによる財務諸表上の各種数値の比較分析を多く用いているが、本稿の内容の期間が、山一の経営悪化状況が加速されていく時期と重なったこともあって、「4社の経営比較」という論題であるにもかかわらず、山一という企業組織の「死にいたる病」の根源を推論する主観的色彩が強く表面にでたことは否めないところである。

## 1. 証券恐慌期

### (1) 証券会社の経営悪化

日高が山一の経営悪化をうけて、大神の後任として社長に就任したのは1964年11月であった。この年に発表された山一の同年9月期の決算では34億5500万円の純損失を計上している。

当期は野村証券(以下、野村と略す)を除いて、日興証券(以下、日興と略す)は24億円、大和証券(以下、大和と略す)は21億円とそれぞれ多額の赤字を記録したのをはじめ、中小証券にいたっては、その大半が損失決算を発表するという事態になった。まさに証券業界にとって、証券恐慌期における最悪の年であったといえる。当時、4社のなかでは、日興も山一と同様その業容はかなり深刻な危機に直面していた。山一であるが当期の実質的な赤字は200億円を超えていたともいわれていて、山一はその保有株式の相当部分(主として、第2部市場上場銘柄ならびに上場予定銘柄)を簿価で関係会社や系列子会社に移

すなどの操作を行って、粉飾決算まがいの行為を通じて決算数字を繕っていた可能性がなかったとはいいいきれない。たとえば、山一関西不動産、東和産業などに貸付金の形で株式を移したり、決算直前に朝日土地興業株など手持株式を買い上がって評価損を食いとめるなどの不明朗な取引がみられたともいわれている。

1961年7月後半からの長期にわたる株式市場の低迷を招来した根幹には、大戦後からの間接金融絶対優位のわが国金融政策を直接金融を重視する方向へ転換を試みようとする、当時の池田大蔵大臣の考え方のなかにあって、証券業界は行政当局の後押しのもと、わが意を得たりとばかりに、古い株屋的経営体質を点検することなく、銀行に追いつき追い越すことを目指して短兵急に疾駆し続けたことがある。その具体的現われは、50年代の株式投資信託と公社債投資信託の急膨脹であり、そして割引金融債を中心とする運用預りによる証券金融の急拡大であった。これらの資金の流入が株式市場を刺激し、証券会社の業容を外形上は膨脹させたものの、証券会社の経営体質や財務の健全性はなおざりにされたままであった。

一方、上述したように証券会社の経営基盤の危うさに加えて、山一は個有の問題を抱えていた。それは大神の法人営業重視経営に由来するものであるが、第2部市場上場(あるいは上場予定)会社の主幹事獲得競争に狂奔することにより、それらの企業の株式を十分な審査をすることなく、大量に所有する結果を生んでいたことである。これが山一の借入金の増大をもたらし、経理上の重荷として内在することになった。

やがて、証券市場に累積されてきた将来への不安材料は杞憂に終わることなく現実のものとなったのである。岩戸景気(1958.6～61.12)の終焉を先取りして、株価は1961年夏頃から下落傾向にあったが、それに不安を感じた顧客による投資信託の解約の激増や運用預りを利用した借入金によって増大していた証券会社の保有株の売却など、証券会社に内蔵されていた諸要因が株式市場の下げを加速させ、かつ長引かせる結果につながるようになった。

## (2)大蔵省・日銀の株式市場対策

### (a)「日本共同証券」の設立

大蔵当局も株式市場の下落を傍観していたわけではなかった。1962年5月に、大蔵省は理財局に証券部を設置しているが、初代証券部長に加治木（第2代証券局長）が、証券部第2課長に坂野（第6代証券局長）が就任している。彼等が直ちに手をつけた施策は、①証券会社の最低資本金の引上げ②投資信託委託会社の設立による本業との分離③累積投資業務の承認④運用預り業務制限に関する通達⑤新店舗開設の規制などであった。63年7月になって、証券会社の経営の刷新を早め、さらなる経営の悪化を防止するため「坂野通達」といわれる「証券業者の財務管理について」という財務官通達を出している。これは証券業者の経営にとって厳しい内容のものであり、とりわけ有力な資金調達手段となっていた「運用預り」の規制強化についての業界の反発は大きかった。

一方、株価対策の最大のものは1964年1月20日に発足した「日本共同証券」の設立であった。大蔵省理財局の加治木と中山（日本興業銀行）の構想に岩佐（富士銀行）、宇佐美（三菱銀行）が参画し極秘裡に作業は進められた。日銀は、終始、日本共同証券の設立に対して反対の立場をとっていたが、最終的には同意し支援せざるをえなくなった。このようにして、日本共同証券が発足し64年1月から65年1月にかけて、1896億円にのぼる過剰株式を市場から買いあげたにもかかわらず、株価の下落基調は止まるにいたらず、ついに買入を中止するのやむなきにいたったのである。

### (b)「日本証券保有組合」の設立

大蔵省と銀行の主導のもとに発足した日本共同証券に対して、その設立に関与しえなかった証券業界に感情的なしこりが残ることになったのは自然のことである。そもそも日本共同証券は、日経平均株価1200円の防衛という公的使命を負って設立されたものであるが、一方では株式会社組織であったため、利益の追及という責任も負っているという奇妙な存在であった。そのため日本共同証券のとった行動は、第1部上場の優良銘柄に絞って、市場を通じた買入れを行うことに終始し、証券業界が最も期待していた証券会社の保有する株式や投

資信託の手持ち株を棚上げするという目的に対して十分に機能することはなかったのである。

上述の事情から、証券不況対策は銀行の主導ではなく、証券業界が主体性をもって行動すべきであるとの考え方が高まり、1965年1月13日、任意組合の形で日本証券保有組合が発足した。

日本証券保有組合の設立にあたっては、井上（東京証券取引所理事長）、谷口（日証金社長）、高山（日証金副社長）の3人の日銀出身者と瀬川（野村証券社長）の努力によるところが極めて大きかった。その意味においては、日本証券保有組合は日銀主導によって設立された機関であったともいえる。その設立にあたって、日本共同証券の生みの親である大蔵省は、日本証券保有組合は屋上屋を重ねるものであるとの理由で、積極的な姿勢を示さなかったといわれている。日本証券保有組合は、1965年1月に発足し、同年7月までに、第2部市場株を含めて証券会社保有株や投資信託組入れ株を中心にして、2323億円の肩代わり買入れを行った。

#### （c）4社に対する日銀の株式買付協調融資の実施

前述したように、日本共同証券は1964年初頭から1年間にわたって市場から株式を吸い上げたが、大蔵省は日経平均株価1200円台の維持のための相乗効果を狙って、日銀に対して4社の協調買いのための融資を行うことを強く要請し、日銀も了承した。この日銀融資は各社の資金繰り窮迫の折から救済融資の性格を持ち合わせたものでもあった。その上、この融資資金は、公式には口外できないものの、証券会社の利益捻出の手段としての意味合いもあったといわれている。すなわち、4社は共同証券の株買いと日銀融資資金による株買いとを連動させることによって、相場の状況をみながら短期売買を繰り返す手法を用いて売買益を積み重ねることが可能であり、しかも資金量（日銀融資高）が多い程より効果的に相場を利用することができたことはいうまでもない。

日銀が貸出しを始めたのは、1964年9月初旬からでありその後12月下旬まで続けられたが、4社に対する総貸出し額は最高時におよそ600億円であったと推定される。そのなかにあって、何故か、11月中旬以降になって4社別の融資

額に差がついている。

たとえば、4社の融資残を1964年11月6日現在と12月21日現在（日銀が融資を中止したと思われる時点）とを比較してみると、山一は35億円から82億円、野村は42億円から52億円、日興は51億円から135億円、大和が39億円から86億円へと各社それぞれ増加を示しているが<sup>1)</sup>、黒字利益決算を表明していた野村は別として、最も赤字の大きかった山一への貸出しが最低額となっている。一方、日興は大幅に増加しているが、日銀が山一ではなく、日興に集中的に貸付を行った理由として、日銀がこの段階で既に山一は絶望的であり、4社のうち2社（山一と日興）を破綻させることは金融恐慌へと拡大する恐れがあることを考えて、山一と並んで存亡の危機に立たされていた日興をこの場面では救済するべきであるとの判断が立ったからであるとの説がある<sup>2)</sup>。

上記の説の真偽を論評することは困難であるが、参考意見を付しておきたい。表1は1964年9月期の4社収益・資産状況を表わしたものである。商品有価証券の残高をみると日興が山一の2倍と最大であり、山一が最少となっている。一方、借入金に目を転じると、山一が最大で次いで日興であり、100億円の差がある。有価証券評価損をみると山一は野村に次いで多額であるが、時価評価の免除対象となっている非公開会社を多く所有していたこと、また評価損の大きい株式を社外へ移し替えしていた可能性があったことなどを勘案すると、山一の有価証券評価損の実損は大きく膨れあがっていたものと思われる。これに比して、日興の評価損は4社のなかで最少を示している。表1の諸数字から想像されることは、山一は4社比較において、大量の第2部上場株や第2部上場

表1. 4社収益・資産状況(1964年9月期)

	山 一	野 村	日 興	大 和
	百万円	百万円	百万円	百万円
使 用 総 資 本	169030	154017	160218	127763
借 入 金	74492	59137	63686	59165
借入有価証券(純)	60346	55117	54993	43253
商 品 有 価 証 券	17881	28468	34988	19231
営 業 収 益	16271	21983	15881	12965
(有価証券売却益)	1360	1003	762	-253
支 払 利 息	8305	7559	6734	6241
有価証券評価損	2180	2792	1308	1705
税 込 利 益	-3455	1045	-2431	-2175

(出所) 各社営業報告書。



予定株、店頭株などきわめて流通性の低い、しかも時価に比して簿価が高いか、あるいは時価算定の困難な株式を所有していて、それらの株式を、決算期末を避けて、子会社や関係会社に貸付金や現先の形で移し換えることによって所有有価証券額を帳簿上減少させていたとみることが可能である。それに比較して、日興の所有有価証券は第1部上場の流通性の高い優良銘柄への投資比率が高かったために、評価損も相対的に少なかったと考えられ、山一のように所有株式を避難させる必要性もなく、したがって決算書類が有りのままであったと考えるのが自然である。

大蔵省・日銀が証券市場の再建において、山一よりも日興の救済を優先させたのは、当時の湊（日興社長）が池田（首相）ときわめて親交が深かったからだとする説があり、話題としては興味深いが、現実的には、日興を立ち直らせる方が、山一より容易であったし、経済・金融界に対しても説得性があったからであるとみるのが自然であると思われる。

上述してきたように、日興も山一とともに、当時、業容・業績において剣ヶ峰に立たされていたが、日興は何とか経営危機を免れることができた。しかしその後、当時の後遺症もあって、日興は、大戦後からずっと4社のなかで最下位にあった大和に、1970年代に入ると並走状態を許すことになり、80年代に入ってからは大和に逆転されて業界3位に甘んじることになった。

## 2. 日銀特融と山一証券の新生

### (1) 日銀特融

#### (a) 山一の「取付け」発生

日高が就任後、山一の経営不安についてのマスコミ各社の取材活動は激化していった。大蔵省は困惑の末、1965年5月になって在京大手新聞7社に対して、山一問題に関する報道の自粛を要請した。しかしながら、要請外にあった西日本新聞が、「山一証券、経営難乗り切りへ」と題して、5月21日の朝刊第1面で大きく取り上げるにいたった。その記事は山一の再建策の骨子をほぼ正確に報道していた。これを契機にして、各新聞がこぞって同日付けの夕刊で、山一

の経営の苦境を紙面に飾ることになった。西日本新聞の動きに対して、21日11時30分、田中大蔵大臣は急遽、記者会見を行い「山一再建のために金融機関の協力を得ているので、大衆投資家に迷惑をかけることはない。日銀も必要ならば弾力的配慮をすることもあり得る」と語った。それを受けて、同日13時30分、中山（興銀頭取）、岩佐（富士銀行頭取）、中村（三菱銀行副頭取）の山一主力3行ならびに日高の共同記者会見が銀行協会で行われ、山一の再建策が初めて対外的に発表された。

それにもかかわらず、翌5月22日は半日営業の土曜日であったが、山一には全国各支店を訪れる客が殺到し、平日の1日平均訪問客数の4倍にも及ぶ1万6000人に達し、投資信託、割引金融債、累積投資、株式など各商品の解約、引出しの請求が相次いだ。この動きは週明けにも持ち越され、割引金融債の償還日と重なった同月28日には来店客は2万800人を数え、資金流出額は当日だけで33億円にのぼったのである。こうして山一から流出した資金は5月22日から28日までに175億円に達した。世にいう「取付け」の発生であった。「取付け」は他の証券会社にも及ぶ懸念が生じはじめていた。

#### (b) 日銀特融の発動

話は若干さかのぼるが、1965年4月頃から、山一の経営の最悪の場合にそなえて、大蔵省（加治木（官房財務調査官）と高橋（銀行局長）が関与）と日銀は「日本銀行法第25条」の発動を視野に入れた検討がなされていたが、その現実の対応には苦慮していた。一方、主力3行も山一の破綻に備えて、市中金融ベースでの救済融資の道を探っていたが合意をみるにいたっていなかった。

そのようななかで、山一の「取付け」が発生したため事態は急を告げることになる。1965年5月28日、日銀氷川寮において、大蔵省、日銀、関係3行の首脳が集まって緊急会議がもたれたが意見の合意をみないままに推移していた。ところが、所用のため会議に後れて到着した田中蔵相の鶴の一声があって、山一に対して日銀が主力3行を通じて特別融資を行うことが決定された。その結果をうけて、山一へ同年6月6日の45億円を最初として、7月28日までに計8回にわたって、総額282億円の日銀特融が行われた。一方、「取付け」的状況は

大井証券にも及び、7月7日から5回にわたって総額53億円の日銀特融が実施されている。この日銀の決定によって証券不安は鎮静化していった。

山一に対して行われた日銀特融の仕組みについて表2が示すところである。

表2. 日銀特融のしくみ

- ・特融額を3等分し、日銀が富士・三菱・興銀の3行に個別に手形で貸付け、3行はこれを同じ金利で山一に貸し付ける。
- ・手形期間は3ヵ月だが、書換えを継続し、事実上無期限であった。
- ・担保としては、山一および関係会社の不動産、有価証券などを3行に差し入れた。3行は別途、金融額の20%相当額の公社債を日銀に担保として差し入れた。
- ・上記のような担保の状況から金利は、日銀・3行間は公社債担保部分(20%)は日歩1銭7厘、手形担保部分(80%)は日歩、1銭8厘で、平均で日歩1銭7厘8毛であった。
- ・3行・山一間にはこの日歩1銭7厘8毛をそのまま適用し、3行にマージンはなかった。

(出所)「山一証券の百年」

## (2) 山一の合理化計画の推進

日高が社長就任直後の1964年12月には、山一の再建を目的とした「健全化委員会」がすでに新設されていた。その委員会が65年2月に策定した「総合収支均衡計画」を基本にして山一の再建が進められていたのであるが、日銀特融後も、この時に決められた既定路線に沿って経営再建が行われたのである。

●1965年に実行された合理化策の概要は下記の通りである。

(店舗の整理) 1965年2月現在の102店舗(64年3月の最多時には112店舗であった)を65年7月末には77店舗にまで減少させた。

(不動産の売却) 1964年4月から65年12月の間に土地95件、建物48件を売却した。これによって34億2000万円の利益が生じた。(人員の削減) 従業員数はピーク時(1963年5月末)の9378人から、65年9月末には5266人へと実に44%の減少を示した。

集金係(主として累積投資の集金業務に携わる非正規従業員)はピーク時(1964年10月末)の2039人が65年9月末には522人へと激減している。この集金係の大幅減は、その後の個人顧客層拡大戦略に少なからず悪影響をあたえることにつながった。

その他(関係子会社の整理・統合)、(コンピューターの縮減)、(営業用・役員用の自動車の大幅削減)、(一般経費の節減—広告・宣伝費、交際費、事務用品

費等)の合理化策が実行された。

日銀特融を受けた直後には、すでに実行されていた合理化努力が実り始めていたのである。営業経費は月平均10億2600万円(1964.10～65.3)から8億9800万円(1965.4～6)に減少していた。ちなみに、総合収支均衡計画では8億2000万円であり目標に大きく近づいていたのである。金融損失も同期間比較において計画時の5億600万円(月間)から、金利棚上げ分を除いて2億9700万円にまで減少していた。当初計画では2億2500万円の金融損失予想でありこれも大幅に目標に接近していた。

一方、山一の営業損益は月平均5億3500万円の黒字(1965.7～9)となり、計画の2億8000万円の黒字を大幅に上回るものであった。

### (3)新しい「山一証券」の発足

#### (a)新旧分離方式による企業再建計画

山一をどのような形で再建させるかは、山一の考え方もさることながら、大蔵省、日銀、主力3行の意向に左右されるものでもあり、いわば「まないたの鯉」ともいえた。単独再建が拒否されて、他社との併合や業務分割という案が浮上しないとは限らなかったのである。そこに有力意見として登場してきたのは「新旧分離」による再建計画であった。この方式の参考となったのは、大戦後の混乱期に行われた企業再建整備である。大戦後、多くの企業は戦時補償の打ち切りや在外資産の喪失などで、巨額の損失を抱えていた。その処理の手段として企業再建整備法に基づく新旧勘定の分離が行われたのである。すなわち整理すべき損失などは旧勘定に棚上げし、経営は健全な新勘定のもとで行われ、年月をかけて旧勘定の損失を処理する方法である。当時の大蔵省・日銀や主力3行のシニアの関係者たちは、大戦後にとられたこの新旧分離策をよく承知していたため、この方策の理解を得ることは容易であったといわれている。

新旧分離計画については関係者間で基本的な一致をみることになったが、具体的問題として難航したのは「のれん代」の算定法と負債の返済方法の2点であった。「のれん代」については、先例が存在せず、したがって統一化された算

定方式が確立されていなかったのである。第2の負債の返済方法の問題であるが、たとえば特融の返済については、日銀は当然のことながら可能な限りの最大の返済を行うべきと主張したが、山一や主力3行は緩やかな返済方法を要求した。こうして再建計画の細部の検討に日時を要し、最終決定を見るのに1年を待たねばならなかった。

1966年1月17日、参議院大蔵委員会で、大蔵省の松井（証券局長）が、山一の新会社構想について「機が熟してきた」と答弁した。同年2月26日付け日本経済新聞は、山一再建計画を「大蔵省構想」として報道（表3）したが、そこには、その後になって正式に発表された計画が概略的に述べられており、社会の注目を浴びることになった。

表3. 「新山一」大蔵構想決まる （日本経済新聞41.2.26より抜粋）  
大蔵省の考え方の骨子はあらまし次の通りである。

1. 山一証券再建は新会社設立方式をとり、新会社を「新山一証券」（仮称）とする。旧会社は整理会社とし日銀からの特別融資の返済が終わるまで残す。
1. 新山一証券の資本金は80億円とし、出資比率は旧会社が半額の40億円を、また主力3行がそれぞれ8億円、合計24億円を受け持つ。残り16億円は関係15行がその三分の二程度をそれぞれ受け持つ。
1. 新山一は“旧山一”に“のれん代”（営業権）として40億円を支払う。これは①新山一が借り入れで調達し、まず旧山一に支払う②旧山一はこれを新山一への出資金とする——などの方法による。
1. 日銀からの特別融資282億円（日歩1銭6厘8毛）の返済は「元利同時返済方式」をとり、「新山一」設立後10年間にその営業収益から月間2億8000万円程度を支払う。そのほか旧会社の土地など不動産の資産処分分30億円と新会社の株式を旧会社にもたせ、その市場性がついたところで売り払って調達する40億円の合計70億円で返済期間の前半に元本を返済する。
1. このような返済計画の前提としては東証第一部出来高を1日平均8000万株、「新山一」の手数収入を月間11億円とみる。新山一の経営合理化は店舗、人員は大幅に削減できないので、もっぱら交際費の節約など経費の節減に重点を置く。また日銀特別融資の返済期間中は不動産の償却を一部見合わせることも考える。
1. 主力3行の債権98億円は、新会社への出資分24億円を除く74億円を旧会社に残す。
1. 新山一は金利タナ上げといった特別措置を受けず、15行に金利を支払う。

（出所）山一証券年表（1985年4月発行）

#### （b）新「山一証券」の設立とその概要

1966年6月11日、新会社の設立を基軸とする山一の再建計画が正式に発表された。計画の内容は以下の如きものであった<sup>3)</sup>。

①新会社の内容——1966年7月5日、資本金90億円で、新会社「株式会社山一」を設立する。その新会社が同年9月1日に、従来の山一証券から商号はじめ証券営業に関する一切の資産・負債・顧客などをそのまま譲り受け、免許を取得して営業を開始する。したがって新会社は「山一証券」と改称し、改正証取

法のもとでの免許第1号会社となる。

新会社の資本金90億円の出資構成は、旧会社が40億円、富士銀行・三菱銀行・日本興業銀行の主力3行が各9億円（計27億円）、その他関係銀行15行が計10億8000万円、そして事業会社など12億8000万円であった。上記銀行の出資金は貸付金の1部を充当することとした。新会社の株主構成は、旧会社と金融機関31名、事業会社52名、日高輝の85名であった。

②旧会社の内容——従前の山一証券は1966年9月1日に、新会社に商号はじめ一切の営業を譲渡後、旧会社となり、商号を「株式会社山一」とする。旧会社は新会社に対して店舗などの不動産やコンピューター、事務用機器等の賃貸しを行うとともに、日銀特融の計画的返済を主たる業務とする。資本金は従来と同額の80億円とし、新会社と同じ66年1月9日から業務を開始する。

③のれん代＝営業権の対価——新会社は旧会社から営業権を譲り受ける対価として、旧会社に「のれん代」として40億円を支払う。さらにその後5年間、新会社の手数料が一定の基準を超えたときは、その超過分の一定割合を追加の「のれん代」として支払う。

④負債の処理——特融の282億円（1966年8月末現在274億5000万円）と主力3行からの借入金70億5200万円は旧会社に残し、15行からの借入金139億6000万円は新会社に移す。主力3行分の借入金利は日歩1銭とし、徴収は3年間棚上げにし、3年後に改めて取扱いを協議する。15行分の借入金の金利は3年間は日歩1銭7厘とし、新会社がこれを支払う。1965年4月から66年8月までの間に棚上げされた18行の利息24億円については、3年後に関係者間でその取扱いを改めて協議する。

⑤特融の返済計画——旧会社は店舗、コンピューターなどの新会社からの賃貸収入やその他金融収入を原資として、毎月、元利合計2億1400万円を日銀に返済する。ほかにのれん代の追加支払いや不動産売却代金など収入があった場合には、随時返済にあてる。

⑥不動産会社の合併——山一土地建物（元山一関西不動産）が1966年9月1日をもって山響不動産と合併し「山一土地建物」（資本金10億円）として新発足する。

山一土地建物(株)は新会社に土地や建物を賃貸する。その収入は旧会社に還流し、特融返済にあてる。

概略、以上の計画であったが、特融を定額返済だけで返していくとすると完済までに18年7ヶ月を要する計算になっていたのである。

#### (4) 日銀特融完済の早期実現

1965年7月、福田大蔵大臣の国債発行による不況脱出計画を契機として、証券市場は立ち直るとともに、それに続く高度成長期入りで長期にわたる活況期を迎えた。再建計画以上の収益を新会社があげた場合は、一定の超過支払いを旧会社に行うという取り決めが有効に働き、第1回目の特融が開始された65年6月から数えて4年3ヶ月で完済をみるにいたった。保有組合に凍結されていた株は、株価の上昇によって大きな利益を生み、山一の場合は保有組合からの還付金が67億円にのぼり、実質的な特融返済額の30%を占めたのである。

今、振り返ってみるとき、山一に対する日銀特融をはじめとして、多くの証券会社がそれぞれの主力銀行から民間特融といえる多額の救済支援を受けざるを得なかった証券不況は、未成熟な株屋的体質を内蔵していた証券業者が将来に向けての近代化のために通過しなければならなかった創造的破壊のプロセスであったと考えられる。

#### 1と2に関するコメント

山一は私企業としての経営の失敗にもかかわらず、大蔵省や日銀の支援をうけて再生の道を歩むことになった。これは、基本的には、1つの証券会社を救済するためのものではなく、証券界全体の崩壊をくい止めるとともに、ひいてはわが国の信用秩序を維持するという大局的判断によるものであったことはいうまでもない。

その上に立って、当時、山一は社会の厳しい叱責を浴びながらも、一方では、比較的好感をもって世間から救いの手が差し伸べられていたように思われる。その点が、1997年における山一の破綻時と比較して実感させられる相違点であ

る。

山一破綻という同一主題のなかで、1965年の破綻では半ば同情と好意をもって迎えられ、一方、1997年の破綻のなかでは自壊作用を招くにいたったのである。

この違いを生ぜしめたのには2つの理由があるように思われる。1つは、前者の時代には大蔵省の力が絶大であり、証券業界は大蔵行政（当時は田中蔵相）の強い庇護のもとにあったが、後者の時代には、証券業もグローバル化の流れのなかで、大蔵省の護送船団方式行政による支援を期待する状況ではなく、いわば既存秩序の崩壊が生じていたことである。2つには、後者の時代は、前者と違って、証券界、金融界のみならず多数の業界に不祥事が続発し企業の経営倫理が大きく問われている流れのなかにあったということである。そのなかでの山一の違法の経営、倫理なき経営が世間に厳しく批判され、非難を招く結果につながったことがあったと解釈される。

上記の2つの事象を前提にした上で、証券恐慌期の山一が世間の支援によって再生することができた企業体質とでもいったものについての私見を以下に付け加えておきたい。

その1は、当時の山一の経営者（小池・大神をはじめその他の役員も含めて）の、経営者としての資質、力量はともかくとして、私心や“うそくささ”を感じさせない私的な生きざまが、多くの人の心をとらえたことにあったように思われる。何時の時代でも、企業の経営悪化や破綻に際しては、公私の混同など経営者のスキャンダルの表面化がしばしばみられるが、山一の小池・大神をはじめとする旧経営者達にそのような形跡はみられない。小池・大神をはじめとする旧役員8名は特融返済の一部にあてるために、合計、1億8000万円の私財を自主的に山一へ提供している。

大神は、1964年11月の社長退任後、会長職にあったが、山一への日銀特融が実施された翌月である65年6月に会長職を辞した。大神は、他人に迷惑が及ばないようにとの配慮から、6月20日の日曜日の午前を選んで単身出社し、自室に残された私物を唐草模様の風呂敷1枚に包み込んで、秘書に「今日はどうも



ありがとう」という言葉を残して去って行ったといわれている<sup>4)</sup>。以後、大神は2度と山一に足を踏み入れることはなかった。

その2は、当時の山一はトップ経営者から従業員にいたるまで顧客に親切であり、顧客を大切にする社風の会社であったことである。個人客に対しても勿論大切に取り扱ったが、「法人の山一」として、企業規模の大小にかかわらず法人顧客に対する裨益への尽力は大きなものがあつた。元来、太田・大神に代表される山一のトップ経営者には企業経営者として必要以上に天下・国家を論じる風潮があり、産業界への貢献を1種の社会的使命としてとらえる倫理観があつた。そのある種の危うさを感じさせる経営理念が、第2部市場上場銘柄の買支えや上場を目指す中小企業株の大量取得につながり、結果的に証券恐慌期のなかで山一を危機におとし入れたのである。その男っぽい義侠心とでもいったものが山一の弱点であるとともに、人気のあるところでもあつた。

当時の山一法人マンの述懐によると、山一の新会社の発足にあたって、顧客企業に出資を依頼して歩き廻ったが、出資協力申し込みが殺到し、断りのための謝罪に苦勞したとのことである。

「私」というものから離れた所に座標軸を置くことが山一の伝統であつた経営者の時代は、大神とその直後に銀行出身者として山一を受け継いだ日高の時代でもって終りを告げた。その後の経営者の時代になって、山一の主幹事会社であつた松下電器産業の創始者である松下幸之助のいう「顧客が喜んでくれたあとに利益がついてくるものだ」といった精神は山一から失われていった。

ついでながら当時の山一の企業としての大きな欠点の1つは、小池(会長)・大神(社長)の存在が強大すぎて、他の役職員が近寄り難く、相互間の意志の疎通が欠けていたところにある。相談役に退いた小池は、山一の社内誌である1965年1月号の「山びこ」に「よきコミュニケーション」と題する一文を寄せて上記のことについて以下のように詫言っている。「……もし過去にそういうことがあつたとしたら、本当に申し訳ないと感じたわけだ。「雲の上の団五郎一座」ならぬ「雲の上の厚之助一座」の座長としておわびしなければならない。今後……、とくに間に立つ管理者の方々に、自ら雲とならぬよう、また雲がかからぬ

よう十分注意していただくようお願いしたい。別の言葉でいえば上意下達、下意上達ということ、コミュニケーションに十分気を配ってほしいと思う」としている<sup>5)</sup>。

### 3. 山一の理念なき経営（1）

#### （1）証券恐慌後からバブル発生にいたるまでの証券市場

山一の再生に歩調を合わせるごとく、わが国証券市場も質的転換期を迎えることになる。証券恐慌後の山一を中心とする4社の経営を論考するにあたって、4社が対峙することになる新戦場としての証券市場を俯瞰しておきたい。すなわち、市場の厚さと深みを増す3つの事象が新しく登場したことによって、わが国証券市場が大きく変貌し発展することになったのである。

第1は、時価発行増資の普及と定着である。1960年頃から時価発行論議が活発化していたが、67年2月、証券団体協議会が、証券業界の統一見解として「株式の時価発行に関する見解」を発表した。これを受けて、経団連は、同年6月、「時価発行を前向きに検討するが、段階的に移行すべし」という原則を了承した。それを踏まえて、山一・日高の時代の68年10月に、日本楽器製造（現ヤマハ）が山一主幹事のもと600万株の時価発行増資を発表した。これがわが国における本格的な株式時価発行の第1号となり、「法人の山一」の声価を高めることになった。その成功が導火線となって、72年度には時価発行のプレミアム額は8087億円にも達し、増資額全体に占める比重も60%を上回るにいたった。その後紆余曲折を経ながら、現在ではわが国証券市場のなかに定着している。

一方、時価転換社債は、株式時価発行より一歩早く、66年7月、第1号として、野村主幹事のもと日本通運が発行している。しかしその後になって、日本通運自体に経営上の問題が浮上することによって転換社債の発行気運が衰えをみせるにいたり、2年間にわたり時価転換社債の発行はみられなかった。69年8月になり、日立金属が第2号目を発行し、それを契機に発行が相次ぐことになった。72年にいたり、株価の上昇や設備投資の盛行などから転換社債の発行額は激増し、ブームを迎えた。転換社債について特筆されるべきは、73年1月、

わが国で初めて無担保転換社債が発行されたことである。わが国の起債慣行を国際水準に合わせる必要があるとの認識から生まれたものであり、転換社債の発行と流通が、社債の発行条件の自由化や起債単位の大型化など起債市場の弾力化に大きく寄与した役割は見逃せない。

第2は、1970年代前半から始まったわが国資本市場の国際化である。その背景には①経済大国化②為替取引自由化の進展③資本輸出と円高④オイル・マネーの還流などがある。債券流通市場では円高傾向や内外金利差を睨んで、75年頃から対日債券投資がともに急増した。株式流通市場においても新外為法の施行と円高をうけて、第3次外人投資ブームが始まった。

発行市場においても、国内市場での円建て外債、海外市場における本邦企業による外貨建て債の発行が激増した。ちなみに円建て外債の発行は1985年には1兆1150億円にも達している。75年以降になって、ユーロドル、スイスフラン、ドイツマルク各市場を中心に本邦企業の海外での社債発行が急増した。普通社債よりも転換社債が中心で、全国上場企業による海外での転換社債の発行額は84年には1兆3109億円にも及んでいる。82年から新株引受権付社債(ワラント債)の海外発行が始まり、84年には4511億円へと急増した。75年から85年にいたる10年間のわが国企業の資金調達に占める海外資金調達比率は転換社債で60%、新株引受権付社債で90%にも達した。

第3は、国債大量発行時代の幕開けである。1973年以降の長期にわたる金融引締め政策、特に石油ショック(1973.10)による不況の影響をうけた税収の大幅減のため、75年度には5兆2800億円(うち特例国債2兆900億円)という、前年度比2.4倍の大量の国債発行に追い込まれた。つづいて76年度は7兆1900億円、77年度は9兆9800億円、78年度には10兆9800億円と年々巨額の国債が発行され、80年度の発行額は14兆円にも達するにいたったのである。この結果、国債発行残高をみると、73年度末の7兆円が84年度末には120兆円と大きく膨脹している。

国債の大量発行は国債発行条件の弾力化を促進させるとともに、国債の種類の多様化をもたらすことになった。このような環境のなかで、わが国公社債流

通市場は画期的な変貌をとげたのである。東京店頭市場における公社債売買高は、1973年度には21兆円であったのが、85年度には、実に、2164兆円に拡大し、国債を中心とした公社債流通市場の確立をみた。

## (2) 山一の経営戦略の転換

表4は山一再建後(1970～75)の業績の推移を示したものである。1971年12月末の日経平均株価2700円が73年1月には5359円へと倍増したことが寄与して、山一が破綻から立ち直

った直後であったという事情を考慮すると、業績は比較的順調に回復している。しかしながら、4社間比較での業績は相変わらず最下位に低迷していた。

日高の営業に対する経営理念は、「顧客とともに繁栄すること」を信条とし、浮利を追わず、長期的展望のなかで着実に業績を拡大していくことを基本にしたものであった。そして、こうしたたゆみなく為し続ける努力が、結果として4社のなかでの強固な地位を築くことになるという考え方に立っていた。日高は、1965年5月という山一が最も苦境にあえいだ時期に、「先ず営業のあり方として営業姿勢の正常化に基盤を置き、従来からの推奨販売にみられるような証券会社の利益のみを目的とした営業を改めて、顧客の判断による投資銘柄の選定と売買注文の受託を株式営業の基本とする」方針を宣言している。

日高の後を継いで、1972年5月の定例取締役会で、植谷が社長に就任した。山一生涯抜きの社長が復活し、銀行支配の経営が終焉したことを受けて、山一の幹部社員は欣喜雀躍した。日高は会長に就任後、一切経営に口を出すことはなかった。

日高のあとを受けた植谷が新社長として初めて営業方針を示したのは、1972年10月の新営業年度早々に発表した書簡においてであり、「営業目標としては、世界のトップを目指し、創業80周年(77年4月)に向かって、現在のシェアの30%アップを目標にする」というものであり、スローガンとして「全員——実力

表4. 山一再建後の業績推移(単位: 百万円)

期	手数料収入	営業利益	当期純利益	配当率
1970年9月	24807	3668	4843	6%復配
71年9月	27523	6365	7187	8%
72年9月	41916	22811	23061	10%+2割
73年9月	56717	23401	23404	10%+2割
74年9月	34340	434	910	10%+2割
75年9月	43191	3321	3921	10%

(出所)「山一証券の百年」。

倍増、成果倍増」を打ち出した。この表現は植谷色の濃い間接的経営指導手法のあらわれであり、つまり社長として強引に先頭に立って営業体を督励し、厳しく具体的成果をせっかちに追及する直接指導法ではなかった。そのような包容力と相互信頼の上に立った経営理念が植谷の魅力でもあった。植谷は人の言に、よく耳を傾ける明るい性格の持主であり、人を一旦信用すると全てをまかせるといった気風があり、自己の営業経験の不足を熟知しているがために、とくに営業に関しては営業本部長や法人本部長に一切の権限を委譲していた。この「君臨すれども統治せず」という経営のあり方は、植谷後の横田、行平、三木の山一歴代社長の共通した特徴であったともいえる。

業績の順調な時期には、植谷に対する経営批判は生じなかったが、1973年10月に勃発した第1次石油危機による株価の不振が業績の低下をもたらすに及んだことが契機となって、一部の経営者から社長の経営に甘さがあるのではないかと厳しい意見がみられはじめた。それをうけて、74年6月、臨時営業推進本部が設置されることになり、馬田（副社長・故人）が本部長に就いた。その後の74年10月の新営業年度のスタートにあたって、厳しい環境下にあるとはいえ、山一の4社のなかでの業績シェアが確実に低下傾向にあるとの認識のもとで、今後は事情を問わず、現在の4社の最下位の位置から脱出し、業界第2位を奪守することを至上命題とする経営方針が決定された。

この時点を境にして、再び日高が掲げた経営理念である営業姿勢の正常化の上に立って、長期的展望のなかで業容を拡大するという経営規律が、競争万能主義に転換されることになった。かくして、目先の利益に狂奔する営業姿勢が、植谷の私的理念のあり方如何にかかわりなく、山一の経営のなかで独り歩きをはじめ、その動きが将来に向けて加速化されていくことになった。

この近視眼的な、利益極大化のみを目的とする経営の図式は、植谷の指名した次期社長の横田の時代になって、より明確な形で継承されることになったのである。横田の4社からの脱落を恐れての収益最優先主義の誤謬については第5章「山一証券の簿外債務」のなかで触れているところである。

### (3) 4社の経営基盤の比較

山一の経営の失敗は、日銀特融後の「営業基盤の劣化」を認識しない焦りの経営戦略にあったと考えられるが、それを確認するために以下に、証券恐慌期とその後の再建整備期間完了後の4社の経営基盤の実体の比較を、4つの視点——「会社概況」「営業状況」「経理状況」「損益状況」——から試みることにする。いわば、証券恐慌後の雌伏の期間を経て激化することになる4社の交戦開始時の戦力比較とでもいったものであるとともに、体力を無視した無謀な戦いが企業（山一）の挫折を招く伏線となりうることを示すものである。

上記の4つの項目における各表の4社比較には以下の3つの決算期を選択した。すなわち①1965年9月期（証券恐慌・日銀特融という証券業界最悪の時期）②1973年9月期（円が変動相場制に移行しスミソニアン体制崩壊の時期）③1975年9月期（第1次石油危機後の株価反発の時期）である。

この3つの時期を取上げた理由であるが①の時期は、4社の証券恐慌時の企業体力の相違を確認しておく必要があるためであり、②と③の時期については、植谷が社長に就任（1972.5）した直後であると同時に、4社が証券恐慌後の傷跡から立ち直り、今後に備えての体制整備を完了したと思われる時期にあたるためである。この際、植谷の経営戦略の誤謬について若干説明を加えておきたい。山一の過去を検証してみると、前述したように植谷の時代から山一は破綻に向かっての道を歩みはじめたとの考え方に立つのが自然である。何故ならば、もしこの時点で山一の植谷を中心とする経営体が、4社体制という大蔵省によって公認された既得権益の枠組に固執せずに、まずは山一が現在保有している経営資源の客観的な点検を行い、他社比較にとらわれない自己実現的経営戦略を長期的ビジョンのなかで策定して着実に実行すると同時に、そのための新しい企業文化の創造を目指していたならば、山一があれほどの良質な人的資源を保持していたことを考慮に入れると尚更のこと、山一は破綻など考えられない一流企業に再生していたと思われるからである。

しかしながら現実には、4社間競争に打ち勝つために利益拡大主義を打ち出すことによって、手段を選ばず所与の収入目標額の達成を強制する営業政策を採

用することになった。この営業戦略は企業の体力の消耗と信用の失墜を招くことにつながることはいうまでもないが、それ以上に企業に与えるより重大な問題は、量の追求のためには、すべてが許されるという気風を組織全体に植え付け、それが組織の倫理の退廃を生むことにある。

植谷と、その後継の横田の時代が山一の破綻の端緒となったという真の意味は、その後の行平と三木の経営のなかに倫理の欠落が受け継がれて、それが山一の体質として根付き、そのことが山一破綻の根源になったことを指している。

くりかえしになるが、4社の証券恐慌後における経営基盤の実態をより正確にとらえるためには、証券恐慌時の単年度だけの4社を比較するよりも、かりに植谷が山一破綻の源流であったとすれば、日銀特融時から植谷の社長就任後とその体制確立までの間の10年にわたって構築されてきた山一の経営基盤と同時期における他3社の経営基盤を並列的に考察するのが山一を中心とした4社の経営比較という本章の目的に整合的であるように思われる。

#### (a) 会社概況からみた4社比較 (表5～7参照)

①株主数——一般的にいつて4社の株主は個人株主数の比率が圧倒的に高い。見方によれば、証券会社で個人株主数が多いということは、個人投資家の当該証券会社に対する好感度を計る尺度ともいえる。山一の個人株主数は業績悪化

表5. 4社の会社概況比較(1964.10.1～65.9.30)

	山一	野村	日興	大和
株主数合計(人)	10719	17009	13411	11050
(金融機関)	(140)	(131)	(146)	(158)
(証券会社)	(68)	(45)	(77)	(62)
(その他の法人)	(599)	(656)	(669)	(618)
従業員数合計(人)	5226	6806	6405	5767
(男子職員)	(3088)	(3513)	(3523)	(3042)
(女子職員)	(2138)	(3293)	(2882)	(2156)
(労務者等)	—	—	—	(571)
平均給与月額(円)	31052	31374	29974	31505
営業マン数(人)	2090	2720	2560	2300
(推計)				
店舗数(国内支店)	77	87	85	80
営業用借家(坪)	27126	37141	25401	18772
営業用所有建物(坪)	355	4705	2355	1044
営業用所有建物の簿価 (単位:100万円)	146	817	388	196

注) 従業員数は正規社員のみ。営業マン数は山一の営業マン数の従業員数に対する割合を他社にも適用している。  
(出所) 各社有価証券報告書(1965年度9月期)。

表6. 4社の会社概況比較(1972.10.1～73.9.30)

	山一	野村	日興	大和
株主数合計(人)	13016	30929	13401	15762
(金融機関)	(234)	(278)	(205)	(258)
(証券会社)	(91)	(88)	(79)	(70)
(その他の法人)	(717)	(1127)	(638)	(604)
従業員数合計(人)	6194	7705	6375	6376
(男子職員)	(3405)	(3762)	(3308)	(3367)
(女子職員)	(2789)	(3943)	(3067)	(3009)
(労務者等)	—	—	(2269)	—
平均給与月額(円)	99117	103465	100037	90656
営業マン数(人)	2420	3080	2550	2550
(推計)				
店舗数(国内支店)	82	96	88	82
営業用借家(坪)	25167	41264	29751	27220
営業用所有建物(坪)	3437	7863	0	1002
営業用所有建物の簿価 (単位:100万円)	742	4028	0	177

注) 従業員数は正規社員のみ。営業マン数は山一の営業マン数の従業員数に対する割合を他社にも適用している。  
(出所) 各社有価証券報告書(1973年度9月期)。

による取付け騒ぎもあって、表5が示すように4社中最低となっている。この傾向は表6、表7においても変化がなく、山一には証券恐慌期以降においても個人株主の復帰がみられなかったのである。一方、野村は年を追うごとに個人株主数が激増していて、個人投資家の人気の高まりを想定することができる。表の上では現われないが、山一にとって大きな痛手であったのは1965年の破綻により、多くの顧客を失ったことである。この個人顧客数の大幅な減少もさる

表7. 4社の会社概況比較(1974.10.1~75.9.30)

	山 一	野 村	日 興	大 和
株主数合計(人)	17913	53939	23231	19445
(金融機関)	(226)	(274)	(199)	(241)
(証券会社)	( 78)	( 95)	( 65)	( 61)
(その他の法人)	(730)	(1280)	(650)	(597)
従業員数合計(人)	6060	9258	6115	6286
(男子職員)	(3411)	(4286)	(3333)	(3361)
(女子職員)	(2649)	(4972)	(2782)	(2925)
(労務者等)	—	—	—	—
平均給与月額(円)	144068	133328	140810	133044
営業マン数(人)	2420	3710	2440	2510
(推計)				
店舗数(国内支店)	82	97	89	84
営業用借家(坪)	28351	44630	31909	29165
営業用所有建物(坪)	2273	7755	0	1002
営業用所有建物の簿価 (単位:100万円)	606	4104	0	154

(注) 従業員数は正規社員のみ。営業マン数は山一の営業マン数の従業員数に対する割合を他社にも適用している。

(出所) 各社有価証券報告書(1975年度9月期)。

表8. 山一の従業員数の推移(単位:人)

年	従業員総数	新規採用者数	(内) 大学卒業者数
1945	470	—	—
49	1006	—	若干名
1952	1552	—	50 名
53	2029	195	120 名
54	2363	173	100 名
55	2320	34	10 名
56	2432	71	6
57	2657	278	30
58	2872	293	61
59	3472	542	124
1960	4724	1081	247
61	7326	2528	468
62	9114	2265	512
63	9075	582	93
64	8060	634	126
65	5226	7	7
66	5383	160	8
67	4920	406	36
68	4758	479	62
69	4708	445	69
1970	5284	691	95
71	678	678	104

(注) 各年9月末集計数。新規採用数は各年4月入社の人数。一印は不明。

※印概算数。ちなみに1962年の従業員数9114人の内訳は男子4482人、女子4632人である。

(出所) 山一証券年史(1958)、山一証券年表(1958)。

山一証券の百年(1998)。

ことながら、山一が長い歴史のなかで築いてきた他社もうらやむような良質で富裕な顧客が他社に去っていったことであった。

②従業員数——4社ともに、1962年が従業員数の最多の年であった。ちなみに、62年9月末現在では山一が4社中最も多く9114人となっている。しかるに、表5が示すように、日銀特融もあって65年には、山一の従業員数は5226人へと激減し、4社のなかで最少人数となっている。表6、表7においても4社最低の従業員数である。ここで野村の従業員数をみると、表5以降、着実に増加し、



表7の1975年9月期には山一の6060人に対し野村は9258人と激増している。また、推定営業マン数をみても山一は各表(5、6、7)ともに4社のなかで最少である。

表8は山一の従業員数の推移を示したものであるが、ここで注目すべきは1960～62年の3年間で、大学卒業者を合計1227人と大量採用を行っていることである。しかもこの時代の大卒新人達は、当時の山一の名声もあって、声価の高い大学の受験生が多く、優秀な若者が採用されていた。この人数は同期間における他3社の平均大卒採用者数の2倍に近かったともいわれている。山一にとっては不幸なことであったが、将来の山一の営業を背負って立つ金の卵ともいうべきこれらの大卒の有望な新人達の半数近くが、証券恐慌・日銀特融の前後に山一を退社していった。その後も当時の新人達は五月雨的に山一を去り、70年代前半に残留していたのは1227人のうち35%程度であったといわれている。

証券会社にとっては人材が最大の資産であることからかんがみて、60年代に多くの若い有能な社員を失ったことは、将来の山一の経営にとって致命的な痛手であったといえる。

③店舗数——国内支店数の多寡は顧客増大のためのキー・ファクターである。山一の支店数はそのピーク時の1962年末には112店舗に達し4社のなかで最多であった。日銀特融をうけて、店舗の整理は経営合理化のための不可欠な要因であったとはいえ、表5のように77支店にまで減少し4社のなかで最少数となっている。表6、表7においても4社中の最低で推移している。一方、野村の支店数をみると表6、表7が示すように他社比較において格差をつけて優位に立っている。

#### (会社概況からみた4社比較(3-(3)-(a)参照)に関するコメント)

証券恐慌の年度にあたる1965年9月期とその後の再建期としての75年9月期までの10年間にわたる4社の会社概況の比較(表5～7)を試みてきた。総括的にいえば、株主数、従業員数、営業マン数、店舗数などにおいて、山一の経営基盤の劣化は明確である。とくに野村に関しては、彼我の差は歴然として

いて、この時点で、山一が野村に追い付くことは既に不可能な状態であった。大和は証券恐慌時以前においては4社のなかでは業容において最下位にあり、山一は大きく大和に対して優位に立っていたが、日銀特融以後は対大和においてすら後塵を拝するにいたっている。

(b)営業状況からみた4社比較 (表9～11参照)

表9. 4社の営業状況の比較(1964.10.1～65.9.30) 単位: 億円

	山一	野村	日興	大和
株式売買高合計	11821	18828	13075	9326
(受託売買高)	(6523)	(8579)	(6340)	(4250)
(自己売買高)	(5295)	(9740)	(6735)	(5069)
公社債売買高合計	4430	3914	4029	3630
投資信託売買高合計	952	2410	1644	720
株式の引受、売出及び募集の取扱高	11	12	9.5	7.3
公社債の引受、募集の取扱高	1917	2056	2001	1597
投資信託の募集又は売出しの取扱高	433	1056	668	554
有価証券の保護預り額(1965.9.30現在)				
(株式)〈単位100万株〉	1046	2278	1328	868
(公社債)	205	445	177	157
(受益証券)	941	2228	1446	—
有価証券の運用預り額(額面)(1965.9.30現在)	351	477	549	432

注) 売買高、取扱高は事業年度の合計金額。

(出所) 各社有価証券報告書(1965年9月期)。

①表9(1965.9)をみると、あらゆる項目において野村、日興を下回っている(株式引受の項だけが日興をわずかに上回っているが)。特に野村との対比では顕著なものがある。ただ大和に対しては、山一のどん底であるこの期にあってし、投資信託の募集を除いては、優位に立っていた。

②表11(1975.9)に目を移すと、ほとんどの項目で4社の最下位に転落している。「法人の山一」といわれた引受業務の分野においても、野村との差は拡大するとともに、日興・大和にも追い付かれて並ばれるにいたっている。

③営業状況(表9～11)のなかでの重要な項目は「有価証券の保護預り額」である。何故ならば預り額の多寡は証券会社の信用力を示すとともに、有価証券の売買高とそれに伴う手数料収入の源泉として大きな影響をあたえるためで

ある。銀行における預金高に相当するとの見方ができる。なかでも株式の保護預り株数の手数料収入に及ぼす影響は大である。また投資信託の預り額は、表の上では受益証券項目として示されているが、この額が多いことは証券会社の

表10. 4社の営業状況の比較(1972.10.1~73.9.30) 単位: 億円

	山 一	野 村	日 興	大 和
株式売買高合計	48699	95097	61493	49978
(受託売買高)	(39360)	(78470)	(49332)	(39535)
(自己売買高)	( 9337)	(16627)	(12160)	(10442)
公社債売買高合計	35486	64877	46897	35953
投資信託売買高合計	1081	2039	1093	978
株式の引受、売出及び募集の取扱高	4373	5897	3655	2997
公社債の引受、募集の取扱高	9601	11248	9573	9171
投資信託の募集又は売出しの取扱高	1467	3383	2025	1471
有価証券の保護預り額 (1965.9.30現在)				
(株式) (単位100万株)	2060	3895	3296	2258
(公 社 債)	4728	7774	4481	5053
(受益証券)	2209	6633	4069	2728

注) 売買高、取扱高は事業年度の合計金額。

(出所) 各社有価証券報告書(1973年9月期)。

表11. 4社の営業状況の比較(1974.10.1~75.9.30) 単位: 億円

	山 一	野 村	日 興	大 和
株式売買高合計	25787	61395	34848	27892
(受託売買高)	(21208)	(48378)	(29444)	(21610)
(自己売買高)	( 4579)	(13017)	( 5404)	( 6282)
公社債売買高合計	58440	129166	73750	73147
投資信託売買高合計	1383	2670	1457	1437
株式の引受、売出及び募集の取扱高	757	1453	565	687
公社債の引受、募集の取扱高	10203	13371	9603	10724
投資信託の募集又は売出しの取扱高	1880	3786	2514	1826
有価証券の保護預り額 (1965.9.30現在)				
(株式) (単位100万株)	2128	4462	3541	2205
(公 社 債)	6738	12905	6273	5598
(受益証券)	3570	8926	5610	4204

注) 売買高、取扱高は事業年度の合計金額。

(出所) 各社有価証券報告書(1975年9月期)。

販売力の強さをあらわすとともに、一方残高の伸びが他社比で劣ることは、手数料稼ごのために、本来長期保有を原則とする投資信託という商品を短期間の回転売買を顧客に強いる不適切な営業姿勢を示す1つの指標であると解する

ことができる。

まず株式の保護預り株数をみると、表9(1965.9)では、大和を上回って第3位であるが、野村の半数以下であり、日銀特融の後遺症の深さが伺える。さらに表10、表11では、4社の最下位に落ちこむにいたり山一の失われた信用の挽回力の弱さが目立っている。つぎに投資信託の保護預り額に注目すると、各表を通じて第4位に定着し、とくに表11にみられる対野村での絶対量の開きは山一の個人顧客層の薄さを際立たせるものになっている。

### (営業状況からみた4社比較(3-(3)-(b)参照)に関するコメント)

表9(1965.9)では相対的にいって、大和を若干の差で上回り、かろうじて、第3位の地位を保っていたといえるが、表10、表11と後時期になるにつれて第4位に後退し、そのまま定着したことが鮮明になっている。そのなかにあつて、

表12. 4社の経理状況比較(1964.10.1~65.9.30)

単位:億円

	山一	野村	日興	大和
流動資産合計	1176	1530	1443	1049
(商品有価証券)	69	268	266	100
(保管有価証券)	533	751	690	505
(その他)	1173	511	477	444
固定資産合計	359	258	213	216
流動負債合計	1260	1352	1284	950
(短期借入金)	594	421	453	308
(借入有価証券)	603	551	576	458
(その他)	63	380	255	184
固定負債合計	232	220	222	219
(長期借入金)	128	118	114	113
(その他)	104	102	108	106
資本合計	33	192	145	94
(資本金)	80	120	120	80
(法廷準備金)	8	13	8	9
(剰余金)	Δ50	59	17	5

注) Δ印は欠損金。

(山所)各社有価証券報告書(1965年9月期)。

表13. 4社の経理状況比較(1972.10.1~73.9.30)

単位:億円

	山一	野村	日興	大和
流動資産合計	1890	3020	2094	1872
(商品有価証券)	312	500	394	261
(保管有価証券)	713	682	735	590
(その他)	865	1838	965	1021
固定資産合計	447	696	344	376
流動負債合計	1502	1967	1451	1430
(短期借入金)	269	366	152	304
(借入有価証券)	283	85	253	270
(その他)	950	1516	1046	856
固定負債合計	137	79	84	90
(長期借入金)	33	5	8	20
(その他)	104	74	76	70
資本合計	553	1313	785	603
(資本金)	134	311	203	162
(法廷準備金)	178	133	135	104
(剰余金)	240	864	447	337

(出所)各社有価証券報告書(1973年9月期)。

引受業務だけは第2位を維持して法人業務に対する山一の強さを残している。

### (c)経理状況からみた4社比較(表12~表14参照)

①表12をみると山一の商品有価証券が激減している。これは大蔵省・日銀による圧縮指導によるものであり、その後、表13、表14が示すように営業推進の

ためには必要不可欠なものとしての商品有価証券は増加を示していて、日興・大和とはほぼ同額になっている。

②表12によると山一は他社に比して、短期借入金が多額である。縮減の努力はしたものの過去に過多であったため一挙に減額することが困難であったことによる。表13をみると、短期借入金は減少している。しかし、表14が示すように、1975年頃には山一の業容・業績が他社比劣位にあるにもかかわらず、短期借入金は多額である。

③山一の証券恐慌時の破綻により、株主資本が他社に比して極端に減少している。その後の経営の立ち直りにつれて、株主資本は増加を示したが、破綻10年後の75年9月期（表14）になっても、4社の最下位を免れることはなかった。

表14. 4社の経理状況比較(1974.10.1～75.9.30)

	山一	野村	日興	大和
流動資産合計	2252	3516	2420	2060
(商品有価証券)	432	810	390	392
(保管有価証券)	833	530	769	548
(その他)	987	2176	1261	1120
固定資産合計	488	865	398	517
流動負債合計	1902	2478	1758	1717
(短期借入金)	422	661	281	472
(借入有価証券)	456	71	407	326
(その他)	1042	1746	1107	919
固定負債合計	148	133	103	113
(長期借入金)	62	11	6	29
(その他)	86	122	97	84
資本合計	567	1462	843	638
(資本金)	169	373	254	203
(法廷準備金)	155	100	100	77
(剰余金)	244	984	489	358

(出所)各社有価証券報告書(1975年9月期)。

### (経理状況からみた4社比較(3-(3)-(c)参照)に関するコメント)

山一は1965年の経営破綻により、株主資本がゼロに近い状態から再生に向けて出発した。その後、株主資本は徐々に回復したとはいえ、1975年9月期になっても4社中最低であり、このため営業拡大のためには他社以上に借入金に依存せざるをえず、金利負担が他社より多い状態が続くことになった。また他社比較での株主資本の過少は、大蔵省の序列優先の行政指導のなかで、営業政策が他社追随を余儀なくされて、先取り・先制型営業の風潮が次第に失われることになった。

### (d)損益状況からみた4社比較(表15～17参照)

表15(1965.9)が示すように、山一は営業収益では何とか第3位を維持したものの、営業収益のなかの有価証券売買損が多く、また営業外費用の支払利息と

有価証券評価損が多額に達し、純利益では野村、日興の黒字に対し、山一は大和とともに赤字であり、4社の最下位である。一方、日銀特融が実施された年度であったことを考慮に入れると、山一としてはよく頑張った決算であったともいえる。

表15. 4社の損益状況比較(1964.10.1~65.9.30)  
単位:100万円

	山一	野村	日興	大和
営業収益	12902	21431	14065	11557
(委託手数料)	6734	9895	7961	4937
(引受・売出手数料)	1257	1300	938	2062
(募集手数料)	2349	3734	2624	487
(その他受入手数料)	3005	4872	2549	2458
(有価証券売買損益)	△443	1628	△7	425
営業外収益	7278	5924	6566	4366
(受取利息)	4704	1783	2963	1507
営業費用	12712	17679	13205	11129
(販売費)	3206	5110	3468	3756
(一般管理費)	9505	12569	9736	7372
営業外費用	8421	5870	7051	5337
(支払利息)	6483	5442	5446	4015
(有価証券評価損益)	△2179	△3500	868	△275
営業利益	190	3751	860	427
当期純利益	△953	98	376	△543

注) △印は損失を示す。

(出所)各社有価証券報告書(1965年9月期)。

表16. 4社の損益状況比較(1972.10.1~73.9.30)  
単位:100万円

	山一	野村	日興	大和
営業収益	70100	134357	75783	70250
(委託手数料)	34956	68846	41300	35523
(引受・売出手数料)	11650	15007	10264	8940
(募集手数料)	7680	13063	9153	8237
(その他受入手数料)	2427	8535	2744	2295
(有価証券売買損益)	5277	19024	3187	6643
(受取利息)	3464	6036	3540	3971
営業費用	46699	75068	49796	46677
(販売費・一般管理費)	43547	72384	47840	43733
(内人件費)	(21451)	(25862)	(20918)	(20760)
(支払利息)	2564	2145	1229	2233
営業利益	23401	50289	25985	23573
当期純利益	23404	59299	26187	23509

(出所)各社有価証券報告書(1973年9月期)。

表17. 4社の損益状況比較(1974.10.1~75.9.30)  
単位:100万円

	山一	野村	日興	大和
営業収益	54778	126561	72091	61877
(委託手数料)	22529	46506	30304	21677
(引受・売出手数料)	9650	12028	8602	7975
(募集手数料)	8115	16024	11423	10749
(その他受入手数料)	2897	4484	2957	2931
(有価証券売買損益)	△3195	—	—	6171
(受取利息)	3347	10405	4259	4948
営業費用	51457	94731	54854	52047
(販売費・一般管理費)	41619	86462	49756	45575
(内人件費)	(21859)	(35614)	(24892)	(22397)
(支払利息)	4565	6733	3036	4912
営業利益	3321	31830	17237	9830
当期純利益	3921	31672	17562	10173

注) △印は損失を示す。

(出所)各社有価証券報告書(1973年9月期)。

表17は証券恐慌から10年を経過した4社の損益状況を示したものである。山一の営業収益は4社のなかで、第4位の位置が定着するにいたっている。そのようななかで、引受手数料だけは継続的に2位の座にあり、山一の伝統としての発行市場での強さが失われていないことを示している。

### (損益状況からみた4社比較(Ⅲ-1-(4))に関するコメント)

山一は日銀特融後、経営努力を重ねることによって、野村以外の日興・大和と比較しても下位にあったとはいえ、何とか拮抗する業績をあげ続けてきたが、

1975年頃になるとそれを維持することが困難になってきている。その理由として考えられるのは、山一の経営が証券恐慌期に生じた経営基盤の劣化の再構築に対する長期的戦略を確立することなく、単年度毎に繰り返されてきた山一の過去の栄光を取り戻すという精神論的弥縫策により、個人営業体に強制してきた収益最優先営業政策の許容量が限界に達していたということである。

その1つの帰結が、1975年9月期(表17)の4社の決算である。山一の純利益の他社比率をみると対野村の12%、対日興では22%そして大和に対しては38%と、4社のなかでも水際立って利益が少ないことを示している。

#### (4) 植谷経営の総括

1965年の証券恐慌から、その後の10年間における4社の営業基盤の状態を山一を中心にして概略的に比較分析してきた。その結果、4社比較における山一の経営インフラストラクチャーの弱体の状態が浮き彫りになった。

植谷は、弱体化傾向のさななかにあった1972年5月に日高の後任として社長に就任し、80年12月に社長を辞し、あとを横田に譲っている。植谷時代の4社比較での業容については、すでに述べてきたところであるが、ここに改めて、表18をみることによって、植谷在任中の8年間は4社間比較で最低の業容のなかで推移したことは明白である。見方によれば、経営破綻に陥り日銀特融ま

表18. 4社の業容比較

単位: 100万円

項目	山 一			野 村			日 興			大 和		
	1974	1977	1980	1974	1977	1980	1974	1977	1980	1974	1977	1980
総資産	241015	322958	521762	383553	533832	795326	262299	393089	528626	217403	348903	498838
自己資本	55961	81893	121512	137164	212973	316534	80211	138294	193885	61509	94596	138025
(資本金)	16580	27985	36364	36640	56900	73244	24927	40312	48889	19975	31182	40241
借入金	—	38140	72492	—	36419	34119	—	8811	6411	—	35084	59197
営業利益	—	—	22293	—	—	70965	—	—	38837	—	—	27155
経常利益	910	9726	22681	14249	64419	70850	1529	49127	38796	3144	27680	27084
税引利益	2101	12437	11589	9474	36000	33036	4026	24211	18317	3177	14035	12542

(川所) 東洋経済会社四季報。

で受けた会社が、よくここまで業績を回復し、4社の枠組のなかに踏み止まりえたことに対して、植谷の経営を称賛することも可能である。しかしながら、植谷がなすべきであったのは証券恐慌後の山一の置かれた現状を冷静に受容することによって、長期的経営戦略を確立し、企業文化の変革も視野に入れて、日先にとらわれることなく着実に将来を見据えた諸施策を実行に移すことであ

ったと考えられる。

そのためには初期の段階で、社長としての経営方針を明確にすべきであった。

具体的には、

- ①山一の体質であった隠蔽された密室での政策決定と重大案件処理の排除。
- ②開かれた議論のできる常務会、取締役会への脱皮。
- ③「法人の山一」から「個人営業重視経営」への転換への明確な意思表示。
- ④個人顧客層の拡大と顧客預り資産の増大を営業の基本方針とすることの明示。そのためには1つは、顧客の利益を考えないで自社の浮利を追う営業の禁止と、2つには、営業員の質的レベル・アップ（たとえばファイナンシャル・アドバイザーとしての教育の実施など）のための人材育成の強化。
- ⑤投資銀行業務のスペシャリストの確保と育成。
- ⑥アセット・マネジメント業務の推進と質的整備（たとえば、ファンド・マネジャーの専門的育成等）などである。

#### 4. 山一の理念なき経営（Ⅱ）

##### （1）株価バブルの発生から崩壊にいたるまでの証券市場

株価バブルの発生と崩壊については、第4章「バブルと株式市場」において、論述しているところであり、ここでは、山一を中心とした4社の経営を考察するにあたり、当時の背景を簡略化して説明するにとどめることにする。

1985年9月のプラザ合意を契機とした円の急騰が景気のブームをもたらすことになった。交易条件の向上が実質所得の増加に寄与し、意図せざる内需主導型景気拡大につながったのである。プラザ合意後の円高によって、景気は短期的には落ち込んだが、政府は円高不況対策として金融緩和策を採用し、86年1月に公定歩合が0.5%引き下げられたのを最初として、計5回の引下げを実施し、5%から2.5%に低下した。87年5月の政府による「緊急経済対策」と相呼応して景気は拡大し、その拡大は91年4月まで続いた。その期間は「いざなぎ景気」の57ヶ月に次ぐ53ヶ月に及んだ。

1980年代後半の景気拡大は大型内需主導型景気となったが、その間に株価バ



ブルが発生した。全国取引所時価総額でみると89年末の株式は630兆円となり、85年末の3倍以上になった。証券市場は、この時期に大きく変貌し、資本市場のグローバル化、内外市場の一体化が加速し閉鎖的であったわが国証券市場の対外開放が急速に進むことになった。それとともに90年代になって国内の金融・証券制度の改革が大きな進展をみせた。一方、わが国の株式市場は、82年10月1日の日経平均株価6849円を大底に相場は急速に上昇している。途中、87年10月のブラック・マンデーで一時的に下落するが、88年に入って上昇速度をはやめ、89年末には日経平均株価3万8915円の史上最高値をつけるにいたった。

## (2) 山一の変革なき経営戦略の継続

1980年11月、横田が社長に就任した。81年年頭に「第1次中期経営計画」が発表され、その目標数値は順調に達成された。引き続き84年10月から始まった「第2次中期経営計画」も目標を大幅に上回って達成されたが、これらは株式市場の好調と市場出来高の激増が寄与したものであり、他3社比較では満足できるものではなく、4社の最下位に変わりりはなかった。横田はこの現状に飽き足らず、5会計年度(1987.9~92.3)を対象とした第3次中期経営計画を発表した。これは明らかに山一のリテール営業力を過大評価したものであり、山一の現状の立体的分析を欠いた、あせりのなかの感情的計画であったことは明白である。業界第1位の野村への挑戦はすでにあきらめていたものの、日興、大和に打ち勝つことのみが横田の脳裏を支配し、経営機能としてもっとも重要な「組織の現状の点検」が行われていなかったのである。表19は横田の社長在任期間にお

表19. 4社の業容比較

項目(単位)	山 一			野 村			日 興			大 和		
	1982	1985	1988	1982	1985	1988	1982	1985	1988	1982	1985	1988
資本金	507248	1106294	2739835	925148	2068834	4293744	636448	1252875	2781903	577137	1578160	3595999
総資産	157287	269198	555727	389837	562281	1126098	241352	347302	630097	172499	315587	698114
(貸付金)	40807	64403	91779	77502	89095	112056	53958	72750	90354	43434	69950	103099
入金	71254	219014	318989	72783	385457	376081	96277	267774	614941	96527	523999	646602
営業利益	25657	104702	149020	60055	212030	410464	22303	112262	154378	27551	124873	234919
経常利益	26411	103467	143238	61076	210197	404750	22512	112467	248681	27555	122898	224685
税引利益	12684	40857	78525	31954	85454	189389	14561	47249	80381	13569	51320	115239

(単位) 東洋経済会社四季報。

ける3ヶ年を抽出し、4社の業容を比較したものであるが、ほとんどあらゆる項目で4社の最下位から脱出することができなかった。これは植谷路線を継承

したことを示している。

横田の経営路線は前任者である植谷の単なる延長線上のものに過ぎず、換言すれば、4社体制の枠組みのなかで、他社に後れをとらないように利益の極大化のみに価値観をおいた経営であった。横田の一徹で、負けず嫌いの性格は、本人が意識していたかどうかはともかく、植谷以上に、弱体なリテール営業部門に圧力をかけ、あたかも痩せ馬に鞭打つ感があった。リテール営業は課せられた割当て手数料を達成するために、以下の2つの企業倫理に反した営業活動にのめりこむことになる。

その1、株式の「推奨販売」の更なる強化である<sup>6)</sup>。推奨販売は1970年代に入って、すでに野村が組織的株式販売戦略として大々的にとりあげていた。したがってこの手法は山一だけのものではなく、典型的な4社共通の株式販売戦術でもあった。しかし、この方式は不公正な株価形成を助長したり、画一的営業を生み、顧客の利益や投資方針を無視した無理な販売につながるなど弊害を生じる面があった。山一もこの推奨販売を積極的に多用することによって収益の拡大をはからざるをえなかった。4社の枠組みに踏み止まることが至上命題であったからである。

その2は、元来、長期保有を原則とする商品である投資信託を顧客の利益を省みることなく短期間で売却させ、他の投資信託に乗り換えさせる、いわゆる回転商いを営業マンが顧客に強いることにより、手数料獲得の手段としたこと

表20. 4社の受益証券売買高と保護預り額 単位:億円

		山 一	野 村	日 興	大 和
1982年	売 買 高	1616	1048	846	899
9月期	保護預り額	10373	10986	12173	9961
1985年	売 買 高	3044	4736	2684	2390
9月期	保護預り額	24485	37264	25555	21148
1987年	売 買 高	5257	6010	5825	4617
9月期	保護預り額	52980	91573	53683	52622

注) 売買高、保護預り額には外国投信は含まれていない。売買高、保護預り額はユニット投信、株式オープン公社債投信の合計。株式オープン保護預り額は額面価格で計算。売買高は各年度間合計額、保護預り額は各年度末の残高。

(出所)各社の有価証券報告書。

である。このノルマ達成のための営業行為が、個人投資家にとって極めて優れ

た投資対象である投資信託に対する国民の信頼を著しく損ねる結果を招くことになった。山一の投資信託の短期回転売買が他社に比較して高率であったことは、4社それぞれの投資信託の年間売買高を、それぞれ各社の受益証券（投資信託）保護預り額で除した数値を比較することにより、その傾向をつかむことができる。その比率が高い程、短期売買が多いと解釈される。

表20は各社の有価証券報告書（1982年9月期、85年9月期、87年9月期の3期）による4社の投資信託売買高と受益証券の保護預り額を示したものである（ただし外国投信は除外している。また表20に示されている3期間は株価バブルの発生以後の株価上昇期のなかからアト・ランダムに選んだものである）。82年度では山一の16%に対し野村は6%、日興は6.9%、大和は8.8%であり、85年度は山一の12.4%に対して野村は12.7%、日興は10.5%、大和は8.8%である。また87年度は山一の9.9%に対して野村は6.5%であり、日興は10.8%、大和は8.7%となっている。上記の数値をみる限りにおいても、山一の投資信託の売買回転率が他社と比較して高かったことは否定できない。

### （3）法人重視戦略への転換

1985年から空前の株価バブルの時期に突入することになった。他社追撃を旗印にかかげたにもかかわらず、一向に成果があがらないことに苛立ちを感じていた横田は、他社に追い付け追い越す絶好の機会ととらえ、第2次中期経営計画の実施中であつたにもかかわらず、86年9月期を特別重要な年と位置付け、営業戦略の柱として法人客を対象とするエクイティ営業を最重点におくことを決定した。これによって、山一は従来のリテール営業の強化によって着実に業績の拡大を指向していた経営戦略が再び大きく転換され、法人を中心とするエクイティ営業に軸足を移すことになったのである。85年9月20日の全国部店長会議では「いかに法人営業の拡大に取り組むか」がメインテーマとなった。その会議でまとめられた基本認識としての商品戦略の項に「株式預り資産、特金（営業特金）、海外投資家の一任勘定の増大を通じて、法人資金の株式市場への徹底的指導をはかる」ことが明記された。また戦力別営業推進の項には、「男子

戦力の法人マーケットへの傾斜を強力に推進する」と表明されている。

この時期には、株式市場の法人化、機関化現象が進んでいたことを考慮に入れても、横田は他社追撃のためには手段を選ばず、ここに「法人の山一」という伝家の宝刀を抜くことによって、後になって訪れることになった簿外債務の発生種の種を蒔くことになった。これによって天下公認の錦の御旗をいただいた法人本部は、たまたま株式市場の好調のなかで、法人顧客の国内・外マーケットでの転換社債やワラント債による、企業にとって資金使途の明確でない大量の資金調達に大きく関与することにより、その資金を積極的に営業特金に導入する戦略をとり、一任勘定による株式売買を拡大させることになったのである。

法人営業強化の方針を具体的に示す一例として、従業員数の側面をとらえてみることにする。1984年3月末の山一の全従業員数は6504人であったが、90年3月末では9100人となり、40%の増加を示しているのに対し、同期間における法人本部（東京ならびに大阪）の人員は2倍以上の増加をみせていて、いかに法人部門への人的資源投入に注力したかが理解できる。

一方、営業収入をみると、証券会社の営業収入は営業本部（全国の支店を傘下に置き、主として個人顧客を対象としている）収入と法人本部収入に大別されるが、山一の1985年9月期から90年3月期（証券会社の会計年度は89年から3月に変更された）までの4年6ヶ月間の平均年間ベース営業収入は、管理会計上の社内口銭基準で、営業本部が85年度の1540億円から90年度には2952億円へと1.9倍の伸びであるのに対して、法人本部は同期間対比で534億円から1822億円にと、実に3.4倍に激増している。これは営業特金による法人を顧客とするエクイティ営業の積極的展開によるものである。その上、上記の営業本部の収入の内訳のなかでも、地方銀行、相互銀行、信用金庫、信用組合等の地方金融機関の伸びが顕著であったことを考慮すると、広義の意味での法人顧客の収入の伸びは更に大きなものであった。このような法人部門の営業収入への大きな貢献にもかかわらず、営業利益において各期にわたって4社の最下位（表19参照）から脱出することができなかったことは、山一のリテール営業力がいかに弱体であったかを物語っているといえる。

#### (4)横田経営の総括

横田の経営について、下記に類した見解がしばしば見受けられる。すなわち、「その経営戦略は、植谷時代と同様に、4社間の序列においてできる限り上位に位置することが唯一無二の至上課題であり、それ以外のことには考え及ばなかった。それは、いかなる経営戦略の遂行のためにも重要な前提である「現状戦力の分析と点検」を無視した無謀な挑戦であり、たとえば、物量を含めた国家体力で勝るアメリカに対して、戦争を挑んだ末に惨敗したわが国旧陸海軍と同じ構図である」というものである。

しかしながら、必ずしもその考え方にくみすることはできない。むしろ、横田は山一の「営業基盤の劣化」と「企業体質の弱さ」の実態を把握していたと思われる。そのことを実感させるいくつかの機会があったが、ここに一つの事例を紹介しておきたい。

筆者が山一の国際本部長であった1984年秋、世銀総会に参加するために、横川、井上（元・山一顧問、元・日銀理事、元・アジア開発銀行総裁）とワシントンで合流したことがあった。ホテルで打合せ後に雑談になったが、井上が横川に対して、ほぼ以下の如き自説を開陳して意見を求めた。その内容は「最近になって、わが国企業のエクイティ・ファイナンスが激増傾向にあるが、発行の急拡大は、近い将来、わが国の証券市場に悪影響を及ぼし、ひいては証券市場と証券会社に対する投資家の信用を失う事態になりかねない。証券業界は早急に適切な対応策を考えて、証券発行の健全化をはかるべきである」というものであった。このときの井上の状況認識はまことに先見性をもったものであり、数年後に、その予言が的中した。すなわち、1984年頃には、すでに内・外市場をあわせたわが国企業のエクイティ・ファイナンス（1984年には発行額・3兆円、発行件数・330件であり、たとえば1980年の発行額・6100億円、発行件数・86件と比較すると発行額では5倍、発行件数は3.8倍である）は大幅に膨らんでいた。その後、井上の予想した通り、発行会社と証券会社は相呼応して無秩序なエクイティ・ファイナンスに走ることになり、1989年には、その資金調達額は25兆円にも達して、もちろん他の要因も重なってではあるが、1990年から

の株価バブルの崩壊につながったのである。

話は戻るが、横田は井上の提起した問題には直接応えなかった。その代りとして横田が切り出した話は、山一のリテール営業部門が非常に弱体であり、その強化が自分にあたえられた最大の任務であるが、それには企業文化の変革が必要で、途方もない時間を要する課題である、といった苦悩にみちた内容のものであった。この時すでに社長就任後4年経過していたが、横田の多弁ではないが冷静な語り口のなかで、彼が山一の現状を正確に把握していることが明白に感じとられた。

それにつけても、横田が何故井上の問いかけに直接反応しなかったのか理解に苦しむところである。多分、以下の3つの心情の1つか、あるいはそれらが無いまぜになったものがそうさせたと思像される。すなわち第1は、証券営業の原点である個人営業への回帰という彼の就任以来の経営理念が一向に社内には透せず、一方、4社間の業績較差が時を追うにしたがって拡大していく現状に対するあせりと悩みの心境が一時的に、外国に身を置いたことによって他者の言に耳を傾ける余裕を失わせ、一挙にほとぼしりでたこと、第2は、横田の無口で議論を好まない性格が、井上の提起した業界の協調などという非現実的な問題を論ずる方向を避けたこと、第3は、法人の山一にとっては、企業のエクイティ・ファイナンスの増大とその調達資金を利用した株式運用に関しては、競争上他社より有利な立場にあり、山一の業績に大きく寄与している現状にあって、こうしたことを論点として取り上げることが好ましくないと判断したなどである。

横田は、その翌年、先述したように他社追撃を旗印にかかげ、営業戦略の柱として法人客を対象とするエクイティ営業に最重点をおくことを決定した。横田は従来から主張してきたリテール営業の強化によって着実な業績の拡大を指向する経営戦略の転換をここに余儀なくされるにいたったのである。

「三比主義」という言葉がある<sup>7)</sup>。三比とは「前年比」「他社比」「予算比」を評価基準とする経営を指している。最近までは、わが国において業種を問わず、三比主義が経営評価の最大基準であった。つまるところ、それには量的拡

大思考以外のなにものも存在しない。この三比主義こそが、わが国証券会社、とくに4社に内在していた共通の特質であった。

横田は「経営理念」（経営資源の充実とリテール営業の強化）と「目先の三比主義」、すなわち「理想」と「現実」との相克のなかで「現実」を選択したのである。

## 5. 山一崩壊への歩み

### (1) 株価バブルの崩壊と証券市場

#### (a) 株価の暴落

バブル相場の発生と崩壊については、第4章「バブルと株式市場」において詳述したところであり、ここではその重複を避けることにするが、1988年に入って株式相場は一段と上昇速度をはやめ、89年の大納会に日経平均株価は史上最高の3万8915円をつけるに至った。しかし、翌90年1月4日の大発会の日経平均株価終値は、89年の大納会を202円下回るにいたり、これが長期にわたる相場下落の始まりとなって、途中高安を繰り返しながらも傾向的下降が続き2001年8月13日の日経平均株価は1万1477円と1984年12月26日以来の最安値で終わっている。

#### (b) 証券不祥事

証券不祥事については、第7章「証券不祥事と企業倫理」で論述しているため、ここでは概略を記述するにとどめたい。

1991年は、証券業界の歴史に大きな汚点を残した。その発端となったのは、同年6月、野村が大口顧客に対して株式売買によって生じた損失を補填していたことを発表した読売新聞の報道であった。ところがその後になって野村、日興の子会社が、暴力団関係のゴルフ場の会員権を大量に買い入れていたことが表面化した。一方、日興も野村と同様、90年3月期の税務申告で損失補填分を自己否認していたことが発覚した。

次々に表面化する大証券会社のスキャンダルに世間の批判は高まり、証券会社の経営倫理が社会問題として問われることになった。大蔵省も黙視できなく

なり、調査を進めるうちに、損失補填は証券界全体に行われている行為であることが明らかになっていったのである。

社会の非難のなかで、1991年7月29日、4社は損失補填リストを日本証券業協会を通じて公表した。補填先は228件(うち個人3人)、合計金額は1283億円にのぼり、その内訳は山一456億円、野村274億円、日興331億円、大和221億円であり、山一が最も多額であった。

## (2) 山一の業績の悪化

1988年9月6日の取締役会で行平(副社長)が社長に就任した。就任直後の部店長会議で、経営理念として、資産づくり、人づくり、考える部店長の3点を強調した。しかし、経営の本質は植谷、横田と同一線上のものであり、営業収益の4社内シェアの向上、以外の何ものでもなく、それは行平自身と彼におもねる一部の側近たちの自己保身のためのものであるとの意識が次第に社員の間に蔓延しはじめ、既定路線のなかで昇進した新社長を迎えての全社的な志気の高揚は感じられなかった。

1987年10月に横田は「第3次中期経営計画」(1987.10～92.9)をスタートさせていたが、株式市場の環境に恵まれて、目標額の早期達成は確実視されていたため(しかしながら、たとえば89年3月末現在での営業収益の4社内シェア目標は22%であったのに対して実績は19.3%と目標を大幅に下回っていた)、行平は89年9月の部店長会議で、「新第3次中期経営計画」を発表した。この計画は預り資産60兆円、営業収益の4社内シェア25%と前計画の最終目標数値と同じであったが、その達成時期を92年9月末から同年3月末へと6ヶ月前倒ししたものであった。

好事魔多しといわれるが、当該計画は1990年初頭からの株価バブル崩壊で、91年秋に計画を中止せざるを得なくなった。表21は行平が社長就任以降から山一の破綻に至るまでの山一の財務指標を決算年度別に示したものである。行平在任中であった90年3月期には、爛熟相場のなかで、営業収益、経常利益、当期利益ともに山一史上最高の好決算を記録した。その後、90年3月期を頂点に



して、株価暴落の影響を受けた結果、山一の業績は急速に悪化(表21参照)していった。

表22は4社の経常損益比較(1989.9～97.3)を表している。山一が1990年3月に山一史上最高の経常利益をあげたと説明したが、表22に示されているように、4社比較では相も変わらず最下位であった。その後の経常損益の4社比較の推移(表22参照)をみても、他3社との差は縮まることなく、むしろ悪化するばかりであった。

表21. 山一証券の財務指標

(単位 100万円)					
決算年月	1988年9月	1989年3月	1990年3月	1991年3月	1992年3月
営業収益	431216	265785	573501	360175	231384
(うち受取手数料)	(376792)	(220608)	(467146)	(247022)	(172366)
経常損益	143238	108284	233659	67553	△ 36514
当期純損益	76525	46015	98047	38638	△ 53236
資本金	91535	92426	125446	126260	126558
(発行済株式総数)	(1168836)	(1170989)	(1205823)	(1208069)	(1208476)
純資産額	555727	589239	745565	769251	700093
総資産額	2739835	2866912	3418918	3853412	2710244
自己資本比率	33.8%	34.4%	36.3%	32.5%	39.8%

決算年月	1993年3月	1994年3月	1995年3月	1996年3月	1997年3月
営業収益	188727	236211	162659	224238	210837
(うち受取手数料)	(126270)	(179367)	(143576)	(151319)	(163316)
経常損益	△37360	17867	△50630	15127	1220
当期純損益	△44692	20373	△52586	15895	△164763
資本金	126582	126606	126606	126607	126607
(発行済株式総数)	(1280567)	(1208658)	(1208658)	(1208659)	(1208659)
純資産額	646385	660764	602034	614305	443418
総資産額	2656739	2786694	2822156	2765725	3151899
自己資本比率	34.2%	35.2%	33.5%	33.5%	23.0%

1988年9月は決算期の変更に伴い6ヵ月間(出所)『有価証券報告書』。

△印は損失を示す。

### (3) 行平経営の総括

行平の社長在任期間は3年9ヶ月と異例の短期間であった。その理由の1つに健康を害したことがある。食道癌を発病、1992年夏に手術をうけ、しばらくの間療養を要した。損失補填事件、営業特金のニギリやトバシ問題、そして簿外債務工作など密室と隠蔽のなかでの経営が心身の消耗を招いたものと思われる。早期退任に追い込まれた基本的理由は彼の在任中に起きた「損失補填」問題であったことは否めない。

いかなる大企業のトップ経営者といえども、人間である以上、多くの長所をもつ反面、多少にしろ短所をあわせもっているはずである。大企業のトップとなるほどの人物は、長い企業生活のなかで自己の長所を伸ばし、短所を改めるための不断の努力のなかで自己を熟成させ、経営者としての資質を築きあげてきたものと思われる。企業の成功は企業をとりまく環境と、たまたまその環境に適応した、すぐれた経営者の複合によってもたらされるものといえる。いずれにしても、企業を成功させた、あるいは成功させているトップ経営者はいかなる場合でも賞讃されてしかるべきなのである。

一方、企業に破綻をもたらしたトップ経営者は、その人物の長所、短所あるいは経営者としての資質如何にかかわらず、非難されてしかるべきである。何故なら、自分自身が自らの手で多くの株主、顧客、従業員などあらゆるステークホルダーに、多大の損失や苦痛を与え、ステークホルダーの期待を裏切ったからである。その考え方の上に立つとき、経営者としての行平が非難されているのは当然であるといえる。行平が批判されている論点はさまざまであるが、ここでは彼が山一という大企業のトップ経営者に就くべきではなかったと考えられる最大の理由を1つ述べておくことにする。

それは、彼の生来の個人的性格とその後の環境に由来しているものであるとも思われるが、山一の最高経営者としての行平の思考と意志決定のなかに倫理性や道徳性が極めて希薄であったと感じられることである。わが国の経営システムから考えると、たとえ、ある経営戦略や経営行為が非倫理的であり反社会的結果を生むと思われたとしても、社長以外の役員がそれらを批判したり牽制することは極めて困難であり、すべての意志決定や実行は社長に帰属しているのである。そのような経営環境にあつて、社長に倫理性や道徳性が欠如していると必ず企業に不幸をもたらすことになる。

証券会社に限らず企業経営を単純化すれば、2つの領域に集約することができる<sup>8)</sup>。その1は財務であり、その2はマーケティングである。そして経営者の義務はこれらの2つの領域に対して最適な企画をたて最善の行動をとることにある。しかし企業経営にとって上記の2点の上に位置する例外が1つだけ

存在しているといわれている。

それは最高経営者として自分が今までやってきたこと、そして現在行っていること、将来行おうとしていることが自ら省みて道徳的基準や社会的倫理に照らし合わせてどうであったか、あるいはどうであるかを見詰め直すことである。企業の存在目的が利潤の追求にある以上、経営者の意志決定を財務と顧客の枠組みのなかで処理することは避けて通ることはできない。しかしそれだけでは決して十分ではなく、最高経営者の意志のなかには倫理性と道徳性が存在していなければならないのである。このことは自社の経営のなかで、あることが正しいことか、不正なことかを判断する自己規律の重要性を意味している。こうした品性ないしは良心が欠落していると何時かは会社を衰退させる結果を招くという1つの好例を行平は世に示したのである。

## 6. 漂流する山一証券

### (1)1992年以降の証券市場をとりまく環境

1992年6月、行平が会長に三木が社長に就任した。当時、株式市場の日経平均株価は1万5000円台の低水準にあったが、93年春には2万円台に戻すことになり、嵐のなかでの一時的な風の状態にあった。

三木が社長に就いた同年6月に、金融制度改革関連法案が成立し公布されている。これは世界的に金融・資本市場の一体化が進展中であり、金融のグローバル化にわが国が乗り遅れないこと、金融商品サービスに対するニーズが多様化し、縦割り制度の制約のもとでは新しい社会の要求に十分対応できないこと、および適正な競争を促進し、中長期的に金融システムの安定に資する必要がでてきたことなどがその背景になっていた。金融制度改革の最大の柱は他業界への相互参入にあった。金融機関および証券会社は大蔵省の認可のもと、業態別子会社方式により銀行の証券業務への進出、証券会社の銀行業務への参入といった相互参入が可能となったのである。

山一破綻の前年である1996年8月には日経平均株価は4年ぶりに2万2000円台を回復している。同年11月には橋本総理の指示のもと「日本版ビッグバン」構

想が発表され、Free・Fair・Globalを3原則とした金融構造改革にとり組むことになった。この構想を実現していくためには、銀行法、証券取引法、外国為替管理法、保険業法などの改正のほか、会計制度の改革などの整備も必要とした。

山一破綻の年となった1997年3月には、野村による総会屋への利益供与が表面化し、同年5月酒巻（野村元社長）が逮捕されるにいたった。同年7月になって、山一も総会屋への利益供与容疑で、東京地検による本社等家宅搜索をうけるにいたり、同年8月、行平・三木等11人の役員が辞任した。

## (2)破綻の危険信号の点滅

1992年6月26日の株主総会後の取締役会で、三木が社長に就任したことは先述したが、皮肉なことに行平の早期退陣がかえって山一の経営に対する疑惑を生み、山一危機説がマスコミを中心に広がりはじめた。行平が三木を社長に選んだのは既定の路線であり、自分が会長就任後も社内権力を把握し続けるためのものであったといわれている。三木は東大を卒業後、山一に入社し、その後投資信託部、金融法人部、企画室と同じ職場を行平の影を踏むように歩み続けている。行平とすれば、長期間にわたる共働きのなかで、三木の従順で、温厚な性格を見抜き、使いやすい腹心の部下としての信頼感につながったものと思われる。

三木が就任挨拶時と翌93年5月の部店長会議で披瀝した営業方針を要約すれば、「リテール営業に力点を置く」ということであった。三木はこのリテール営業中心の考え方を「草の根運動」という言葉で表現していた。これは1986年9月の株価バブル期に横田が打ち出した「法人を柱とした営業戦略」の転換であり、ある意味では正道への回帰であったが、これまでの法人に対する損失補填問題や簿外債務の発生などによる法人顧客に対する営業力が頓座した苦しみのなかでのやむを得ない戦略の転換であったともいえる。

「草の根運動」という個人客総当たり作戦を最前線の営業部隊が最後の総力をあげて展開しているなかで、「モーゲージ・ジャンボ問題」という本社に責任の所在がある不幸な事件が起きた。「モーゲージ・ジャンボ」<sup>9)</sup>とは1990年に

個人客を対象として、大きく期待されるなかで売り出された新しい投資信託であり、当時、3000億円も販売されていた。ところが、1993年に入ると、その投資信託が額面を割り、償還延期になる状況になった。一方、モーゲージ・ジャンボが元本保証・確定利付き商品という触れ込みで販売されていたことが明らかになった。本社の情報が営業体を誤解させるようなものであったともいわれている。結局、山一は販売の責任をとって、すべての顧客に額面金額を損失補償することになった。結果的にみて、この事件によって、山一の損失(100億円)・営業マンの本社に対する不信感・営業体の顧客への説明のための時間の浪費・信用喪失による顧客離れなど、山一存亡の危機のなかで、山一が失ったものは計りしれないほど大きなものがあった。

三木は社長就任後も会議の席上で積極的に発言したり、主体性をもって提案することはほとんど見られなかった。三木が行平の傀儡だったことを証左する事柄として、一般的には考えられないことであるが、三木が社長就任5年後の1997年3月時点においても、彼と同期入社の副社長が石原(仁)、沓沢、白石と3人とも居続けたことをみても明らかである。彼等と彼等の同期である川添(専務)、1期上の白井(副社長)を加えた三木体制は社内で「仲良しクラブ」と揶揄され、社外では山一は行平・三木の2人社長制であると批判されていた。

上述してきたような社内事情のもとでは、企業全体のモラルの高揚は期待

表22.4 社の経常損益比較 単位：100万円

	山一	野村	日興	大和
1989年3月期	108284	246602	128194	156117
1990年3月期	233659	488872	260541	313152
1991年3月期	67553	233531	72947	119302
1992年3月期	▲36514	44101	3142	9309
1993年3月期	▲37360	2376	2532	▲7266
1994年3月期	17867	50687	35015	52032
1995年3月期	▲50630	6797	▲19252	▲24903
1996年3月期	15172	91489	65012	62558
1997年3月期	1220	42000	30728	44264

注) ▲印は損失を示す。

(出所) 大蔵省証券局年報。

できない。それに加えて、行平が残した大きな負の遺産があった。それは「簿外債務」という損失の密室処理であり、それが山一社内の組織的犯罪として暗

表23. 4社の業容比較

単位：100万

年度(3期)	山 一			野 村		
項目	1991	1994	1997	1991	1994	1997
使用総資本	3853412	2786694	3151899	4914769	4620601	7786651
株主資本	769251	660764	443418	1624507	1607142	1317936
(資本金)	126419	126606	126607	181650	182507	182795
借入金	577868	422610	389216	175209	186467	293829
営業利益	72263	17589	1517	237609	51694	125645
経常利益	67553	17867	1220	233531	50687	124189
税引利益	38638	20373	▲164763	105483	24863	▲271514

年度(3期)	日 興			大 和		
項目	1991	1994	1997	1991	1994	1997
使用総資本	3630340	2768795	4234278	4823090	3667764	6485062
株主資本	857237	800020	664408	994539	926968	823842
(資本金)	122296	123179	123735	136856	137715	138424
借入金	678245	209239	177970	931909	339333	469439
営業利益	81233	37872	29830	129166	53241	43614
経常利益	72947	35015	30728	119302	52032	44264
税引利益	39611	16807	▲113578	59511	24566	▲84023

注) ▲印は損失を示す。

(出所) 東洋経済会社四季報。

い彫を落としていたが、三木はみせかけの社長の椅子と同時に簿外債務という重荷を背負わされることによって、経営についての思考力と集中力を欠いていたことは容易に想像しうるところである。

以上のような経営環境のなかで企業業績が好転することは考えられない。表22は行平時代も含めての4社の経常損益の比較(1989.3～1997.3)である。また表23は4社の業容比較(比較年度は3期間を抜粋したものであり91年度は行平の時期である)を示している。これらを通じて山一の業績の不振と4社比較における凋落ぶりが明確に読みとれる。

### (3) 三木時代における山一リバイバルの機会の喪失

決断次第で山一が破綻を免れたかもしれない機会が、行平社長時代に3度あったと思われることについては、「第1章山一証券経営略史」の5-(2)の項ですでに論じたところである。そして、三木社長時代(行平会長時代)にも、決断によっては山一の消滅を回避することができたかもしれない機会が、少なくとも3度あったと考えられる。三木時代の「失われた3度の機会」について

触れることにする。いずれの機会についても、「第5章山一証券の簿外債務」のなかで、客観的事実の形で表現されていることを申し添えておきたい。

その1回目は、三木が、1993年6月、大蔵省で当時の小川証券局長と面談した時のことである。その時、小川は「……あらゆるものをかなぐりすてて立ち直し、業容を縮小するなら思い切った方針が必要である」と暗に4社の地位に拘泥することなく「生き残り」を考えるよう進言している。これをうけて山一は同年8月に対策会議を行っているが、何ら再建策まとめることなく、うやむやのうちに会議を終えて折角の機会を逃している。2回目のチャンスは、93年12月に大蔵省に提出された山一の「経営改善計画」の見込み数字と山一の現実の経営状況が大幅に下方へ乖離していることに危機感を抱いた藤橋（企画室長）は、95年夏、すべてをディスクローズした上で社内論議を尽くす必要性を感じ、三木に常務以上の役員による簿外債務問題も含めた緊急経営会議を提案した。しかるに、三木は会議が外部に漏れて山一の信用不安を増幅させる恐れがあるとともに、今現在簿外債務を償却すれば自己資本規制比率が120%以下になる<sup>100</sup>との理由のもとに藤橋提案を即座に却下したのである。もしこの機会に会議が実施されていたならば、山一の針路は変わったものになっていたかも知れない。3回目の最後の機会、山一が95年11月から大蔵定例検査をうけ関連ノンバンク子会社である山一ファイナンスに関する救済対応策の検討を命じられた時である。三木と行平は面子上4社横並びを強く主張し、結局山一ファイナンスに対して1500億円の支援を行うことを決定した。一部の役員が主張（行平、三木に対する遠慮がちな主張ではあったが）したように、当該1500億円を簿外債務に充当していたならば事態は別の方向へ動いていた可能性がある。

#### (4) 総会屋等への利益供与

総会屋(等)としたのは、山一の場合、総会屋・小池隆一への利益供与事件と昭和リースへの損失補填事件（いずれも商法ならびに証券取引法違反）と2つの事件を指すことによる。したがって、ここでは2つの事件を別個に説明することにする。

(a) 総会屋グループ代表・小池に対する利益供与事件

小池は1989年、第一勧銀からの無担保融資で4社の株式を各30万株ずつ取得し、4社に対する株主提案権(商法附則〈昭和56年6月9日法律第74号〉第21条参照)を握った。92年春、その提案権を背景に、91年に発覚した証券不祥事を追求する質問状を4社に提出した。92年6月の株主総会の紛糾を恐れて、4社は対応に苦慮することになった。その挙句に野村、日興、大和の3社は総会前に利益供与を約し、その後利益供与を実行している。

一方、山一は1994年まで、小池の執拗な要求を100万円単位の現金を渡すことによって、かわし続けてきたが、94年6月になって「3億円を元本にして半年間に10%の利益をあげて欲しい」という小池の戦術を変えた一種の元本保証・利益供与の要求を三木は困惑のなかで了承した。その後、山一は株主総会の円滑な進行に協力してもらう謝礼として、94年12月から95年1月にかけて、シンガポール国際金融取引所(SIMEX)で得た自己売買利益を付け替える手口で小池に1億700万円を供与している。

(b) 昭和リースへの損失補填事件

山一は、1950年代から89年まで、松下グループの主幹事を務めてきた。それは、「法人の山一」の名を支える象徴でもあった。しかし、90年代に入ると野村に松下電器産業のドル建てワラント債の主幹事の座を奪われるなど、山一の地位が揺らぎ始めていた。そのようななかで、1993年年初に、松下電器産業の財務部長から昭和リースを顧客として紹介され、50億円を一任勘定として預り、運川を開始した。昭和リースとの間にニギリ行為はなかったといわれているが、この運用に損失が出はじめると、昭和リースは松下グループの影響力を背景にして山一に強く損失補填を要求する行動に出た。そのため94年9月、白井は白石(大阪駐存副社長)、佐藤(専務・大阪店長)松下(取締役・首都圏本部長)などと協議の上、損失補填を行う以外に方法はないとの結論に達し、三木に判断を仰いだ。三木は「わかりました。進めて下さい」と了承した。その結果、この事件でも、シンガポール国際金融取引所の先物で得た自己売買の利益を付け替える手口で昭和リースに、1994年11月から95年3月にかけて計3億1700万円の



利益供与を行っている。

1997年9月17日、東京地検特捜部は総会屋への利益供与事件で山一の役員・社員5人を逮捕した。引き続いて同年9月24日、総会屋への利益供与事件(商法違反容疑)で、東京地検特捜部は三木(同年8月11日、社長を退任している)を逮捕した。

白井は小池への利益供与と昭和リースへの損失補填で商法違反と証券取引法違反により、東京地裁の判決公判で、98年10月30日、懲役1年、執行猶予3年の有罪判決をうけている。金山裁判長は「両事件は経営の最高責任者の指示のもと、各部署が提携した全社的な組織的犯行」と会社ぐるみの犯罪と位置づけている。そのうえで「社内に自浄機能を有しておらず、自らの責任を顧みることなく旧態依然とした体質を露呈し、法の趣旨を無視しており、歴代トップの経営責任は重い」と山一の経営姿勢を強く批判した。

逮捕されていた石川(元山一専務・債券本部長)の昭和リース損失補填事件の証券取引法違反に対する判決公判が、1999年1月30日、東京地裁で開かれ懲役10月、執行猶予3年の有罪判決が言い渡された。判決で金山裁判長は「証券不祥事後、社内に違法取引をチェックする業務管理本部を設置したにもかかわらず自浄機能を持たず、法の趣旨を無視して犯行に及んでいた」と述べている。

上記の業務管理本部とは1991年の証券不祥事(損失補填問題)をうけて、91年7月、行平が発足させたものである。この本部は山一の司法部門として、業務が適正に行われているかどうかをチェックする機能を担うために設立された。これと同時に、社長を委員長とする「山一倫理委員会」を設置している。

また、総会屋グループ代表・小池への利益供与と昭和リースへの損失補填事件で商法違反と証券取引法の違反の罪に問われた井山(元専務・株式本部長)に対する判決公判が1999年6月24日、東京地裁であり、金山裁判長は「株式担当本部長として不正取引を回避すべき立場にありながら、損失補填などの実行部隊の統括責任者として犯行に重要な役割を果たした」などとして、懲役10月、執行猶予3年の有罪判決を言い渡した。

筆者は1999年の年初に井山と面談したことがある。井山は個人的には信頼の

おける誠実な好感のもてる人物である。彼は昭和リースの件については明言しなかったが、総会屋・小池への利益供与の件に関しては、直接のライン上の上司である三木から、全く相談も受けなかったし、命令も依頼もなかったと明確に否定した。そうだとすれば、多分、井山の部下であるシンガポール国際金融取引所の先物取引の担当責任者に社内の誰かが三木の命令だとして、本部長を経由することなく、直接利益供与を依頼したものと思われる。井山は部下達が何か工作を行っているらしいことを途中になってから感じたが、三木から直接命令を受けたこともないのにその問題にタッチする必要もないし、部下から直接事情を聴取するとかえって事態が複雑になると考えて、この件には関与しなかったと述懐している。井山は検事に上記のことを説明して無罪であると主張したところ、わが国では如何なる事情にも拘らず、部下の犯した誤りや犯罪に対しては直接の上司が責任をとることになっているといわれて犯罪に対する承認を迫られたとのことであった。

その辺りの事情を井山から聞くことによって、「企業ぐるみの犯行」という裁判所の言葉を、平素は単純に見過ごしてはいたものの、彼との会話のなかで、それにもさまざまな図式があるものだと考えさせられたことが記憶に残っている。

### (5)三木経営の総括

三木は1935年生まれで、福岡県大牟田市出身である。おとなしく、どこといった特徴のない、そして目立たない普通の少年であったが、成績は図抜けていたといわれている。1960年、東京大学法学部を卒業後、先輩の誘いもあって山一に入社した。かつての証券業のように、護送船団方式のなかで会社の進むべき道を官（大蔵省）が決めてくれた時代には、三木のような「一流大学出身の頭のよい」「上司に忠実な」「バランス感覚の優れた」人物が経営者となり、社内を単一文化で固めて、官と太いパイプでつながることが企業成功への早道であったといえる。そういった意味で、東大卒の三木が、かつての山一における登竜門といわれた投信信託部、金融法人部、企画室の軌道を歩むことによっ

て、将来、社長の座に就くことは、誰疑うことのない既定の路線であった。

行平にとっては、三木が傀儡として社長につくことは、社内での権力保持のためにも、簿外損失という重荷を肩代わりさせるためにも恰好の後継者であった。三木は社長に就いても何もしなかったとしかいいようがない。会社再建のための基本課題である「簿外損失」の処理についても正面から取り組むことはなかった。ただ、行平と同様、相場の上昇という偶然の出来事を期待していただけである。

三木の社長としての経営哲学とでもいったものが、従業員にも社外にもよく見えなかった。強いて彼の経営姿勢は何かと問われれば、「何事にしろ通り過ぎるのを待ち続ける」とことと「目先を糊塗しながら一時的に責任を回避する」の2点にあったといわざるを得ない。

異端を排除し続けながら、「秘密を共有する」植谷－横田－行平－三木が業績を上げることなく社長への階段を昇っていった事実を、身内優先の人事と従業員がとらえることによって、多くの能力のある人材はやる気を失うか、あるいは山一から去っていった。

三木経営から受ける教訓は、最高経営者は明確な経営理念のもとにわかりやすい経営を行わなければならないということである。三木時代に山一の経営陣が「仲良しクラブ」と揶揄され続けたと前述したが、身内意識経営によるマイナス面が社内に充満してきた時には思い切った人事の組み替えが必要である。

## おわりに

「4大証券の経営比較(Ⅰ)・(Ⅱ)」では、4社の比較を交えながら、大戦後における山一の経営の歴史を論述してきた。そのなかには、3つの主題が繰り返し流されている。その1は「経営基盤の劣化を無視した4社間競争への暴走」、その2は「理念なき利益極大化戦略」、その3は「倫理なき違法の経営」である。

「おわり」にあたって、上記の経営体質にひそむ倫理的課題についての考察を試みることにする。

山一を破綻に追い込んだ直接的原因は「簿外債務」の存在であるが、研究テーマとしての「山一証券の破綻」に取り組むまでは、筆者は簿外債務の全容を把握していたのは最高経営者とその側近を含めてほんの一握りの人物達だけであると考えていた。すなわち、限られた人間が秘密を共有することによって、自己保身をはかるとともに、社会的・社内的地位を保ち続けたものと理解していたのである。また簿外債務の事実を部分的にしろ知っていたのは2桁の人数には達していないものと漠然と想像していた。しかし、研究のための資料調査や関係者との取材を通じて知りえた驚きは、簿外債務について直接的にしろ、間接的にしろ、その事実を知っていた従業員が、何百人も存在しており、また簿外債務に関係する業務なり作業に何十人も参画していたという事実である。よさに、東京地裁が各被告たちの公判にあたって山一を位置づけた「会社ぐるみの、各部署が連携した全社的な組織的犯行」であったのである。

しかも、この事件を知っていたり、事件に関する業務や作業に参加していた個々人は、社会では普通のサラリーマンとして、また家庭ではよき夫であり父親として平和な生活を営んでいる人間達であった。むしろ、大企業の社員として、平均以上の良識と良心を身につけた人物像を描きだすことも可能である。

山一に限らず、わが国では個人が企業や組織体に所属すると、企業が人間集団としての組織体であるという理由だけで、個人の自覚とは無関係に誤った行動をとることがまま見うけられる。すなわち、企業で働く個々人とは関係なく、あるいは個々人の良心を無視して企業は非倫理的、あるいは反社会的行動をとるようになる。その背景には何が存在しているのかを、ここで考えてみることにしたい。

第1は、官僚制度がもたらす弊害といわれているものである。すなわち、企業が大規模化すると組織が官僚制化することになり、それにとまって組織の階層化が進み命令を出す者と命令をうけて実行する者との間の距離が広がっていくことになる。一方、官僚制化が進むと規則や手続きが精緻化されるが、それは業務の効率化をねらったものである。上述した2点の「組織の階層化」と「組織の効率性のための規則化(文書によるものであれ、口頭によるものであ

れ)」は各人の道徳的責任を曖昧にしていくことになる。たとえば、ある経営倫理の問題を社長（あるいは本部長など）に対して部下が直接、提起したとしても「階層化」と「規則化」のなかでは、反抗的だと思われるだけで、組織を乱す者だとの烙印を押されることになりがちである。そういう気風が社内に蔓延すると、企業を危険に落とし入れる恐れのある問題であっても、あえて、口を出さなくなる。山一が「簿外に債務を匿す」ことを決定した行平の提言に対して、会議の席上誰も反対意見を述べなかった事実はその好例である。

第2は、階層間のコミュニケーションのギャップがある。これも官僚化と関連した大企業の問題点としてとらえることができる。山一のケースに則していえば、かつて社長が「いかなることがあっても4社間競争に打ち勝って、業界第2位（この時には、野村を凌駕して首位の座につくことは不可能であった）の座を奪回せよ」と営業部門に檄を飛ばしたことがあった。営業部門では、この「いかなることがあっても」という言葉が一人歩きをはじめ、「手段を選ばず目的を達成しなければならない」と解釈される結果をもたらしたのである。社長は自分の命令がどのように理解されたか知るよしもなかったし、あえて知ろうとしなかった。また一部の営業マンは「顧客の利益を最優先にすべきであり、顧客の信用を得ることが、顧客層の拡大に寄与する」と考えたかも知れないが、その声は表面化することもなく、たとえ主張したとしても、抹殺されることになったことは確実である。大企業には常にコミュニケーション・ギャップによる責任不在という危険性が存在しているのである。

第3は慣習化が招く倫理の喪失である。株価バブル崩壊までの40年間、4社をはじめとする証券会社は、他社がやっているのだから、それに負けまいという理由からだけで、企業利益の最大化のみを考えて行動し、それに対して何の疑問も感じることはなかった。こうした了解や慣習が一たび業界や企業に定着すると、企業倫理や経営倫理は無視され、何をやっても目標を達成すればよいという考え方が支配することになる。たとえ一部の役員や従業員が倫理の喪失に疑いを感じていたとしても、表面立って批判しなくなる。その理由として考えられる1つは、長い間にわたって構築されてきた慣習化それ自体が本

質そのものであって永久不変のものであると認識してしまうところにある。そこには古い理念を新しい理念に変革しようという発想は生まれてこない。2つめの理由は、こうした企業(たとえば山一)では慣習をうけ入れない人間は、企業内の共同体から疎外されることにより、企業内に住み辛くなるため、周囲に自分を合わせざるをえなくなるところにある。

第4は、忠誠心の問題である。これまで、わが国の経営システムの特徴は①終身雇用制②年功序列賃金③企業内組合制にあった。それに加えて、内部昇進制と従業員一括採用制度が定着していた。さらに、これは経営システムとはいえないが、人材雇用交流市場が未成熟なため、企業からの退職と他企業への再就職を困難にする社会が形成されていた。

このような勤労環境のなかでは、各個人が生活を維持するためにも、あるいは、社内での出世階段を上るためにも、企業と上司に対する忠誠は必要不可欠なものであった。また内部昇進制度の問題点として、わが国の多くの企業においては、上級管理者になればなるほど昇進の基準が不明確になることもあって、企業と上司への忠誠と追従は昇進のための有力な手段であった。それは、自主的な忠誠心ではなく、生きるために止むを得ない忠誠心の発露であったといえる。

上述してきたような環境のなかで、各人は自分の所属する企業が非倫理的・反社会的行動をとっても傍観することが賢明であることを熟知していたし、不幸にして非倫理的・反社会的であると思われる業務の片棒を担ぐよう命じられても、反抗することなく粛々とそれに従事することが自己防衛につながることを経験的に体得していたのである。そうだとすれば、山一の特定大手顧客と総会屋に対する利益供与や違法な簿外債務工作も「会社ぐるみの組織的犯行」といわれてもいたしかたないことであり、一面では「犯意なき集団の誤謬」であったとの見方もできる。

注)

- 1) 草野厚『山一証券破綻と危機管理』朝日選書、1998年、96～7頁。
- 2) 同上書、99頁。
- 3) 山一証券社史編纂委員会『山一証券の百年』山一証券、1998年、219～23頁。
- 4) 同上書、259頁。
- 5) 同上書、194頁。
- 6) ある銘柄を不特定多数の顧客に対し、一定期間継続して重点的に買付を勧誘する行為。上昇相場の際、証券会社の推奨シナリオにそった販売により、投資家、証券会社の双方にメリットを与えたが、不公正な株価形成に発展したり、画一的かつ過度な営業姿勢により顧客の投資方針を無視した無理な販売が行われるなど多くの弊害が生じた。また証券会社の企業のファンダメンタルズなどに対するリサーチ活動が軽視されるなど証券活動の方向性を誤らせる要因にもなった。
- 7) 境屋太一『組織の盛衰』PHP研究所、1993年、284頁。
- 8) Levitt, T, Thinking about Management, The Free Press, New York, 1997. (熊沢孝訳『有能な経営者』、ダイヤモンド社、1998年、122～4頁)。
- 9) モーゲージ・ジャンボの名称で、1990年に山一が発売した個人顧客向けの債券型投資信託である。アメリカのモーゲージ証券を組み入れた、この投資信託は3000億円販売された人気商品であった。モーゲージ・ジャンボに組み入れられたモーゲージの本質は住宅ローンであり、金利の低下した場合には繰り上げ返済されるため通常の債券のように値上がりはのぞめない。そこでモーゲージの金利部分だけを分離した証券を組み入れ、金利低下の際には価格上昇メリットを最大限に得ようという仕組み債であった。ただクーポンだけの証券はゼロとなるというリスクがあった。このリスクを加味して価格がつけられていたのであるのが、予想の範囲を大幅に超えた金利低下であったため、このリスクが表面化しモーゲージ・ジャンボも元本を割り込むという事態が生じた。そこでこの償還時に山一が元本との差額について損失を保証することとした。ところが損失補填は証取法で禁止されており、すべての顧客から確認書をとることを大蔵省から求められた。そのために支店の営業活動のかなりの部分が確認書をうけとる作業に追われ、投資信託の販売活動にほぼ1年間、支障が生じることになった。これによって、他社との投資信託預り資産の差が、さらに拡大することになった。
- 10) 証券会社の自己資本比率規制 証券会社にも90年4月から自己資本比率規制によるリスク管理の手法が導入された。資本市場の急激な拡大やデリバティブス(金融派生商品)の発展で証券会社の経営リスクが高まっていることや、ブラック・マンデーの発生で、国際的にも、証券会社のリスク管理の重要性が認識されたことが背景となっている。この自己資本比率規制は、バブルの破壊によって急激に悪化した証券会社の経営状況を、行政当局が早く客観的に把握するのに多いに役立っていると思われる。自己資本比率規制の基本的な考え方は、証券会社の経営状況に直接影響する各種のリスクが実際に顕在化した場合でも自己資本で対応できるようにしようというもので、具体的な構造は次のようになっている。  
固定化されていない自己資本(自己資本から固定資産、一部の流動資産を控除)×各種リスク相当額(マーケット・リスク+取引先リスク+基礎的リスク)

このうちマーケット・リスクは資産を流動化する際、価格変動により価値が目減りするリスク、取引先リスクは取引先の契約不履行による損失リスク、基礎的リスクは経常費用の支払い、証券事故など証券会社の日常的な業務で注意すべきリスクである。リスクは、それぞれの資産にリスク・ウェイトを設定して計算する。主要資産のリスク・ウェイトは次の通り。

- ①マーケット・リスク(保有有価証券の評価額×リスク・ウェイト)＝残存期間7－10年の国債3・2%、東証・名証・大証一部上場株式10%、その他上場株式15%、店頭銘柄25%、その他株式100%
- ②取引先リスク(与信相当額×相手先の信用度に応じたリスク・ウェイト)＝中央政府・中央銀行0%、金融機関2%、その他法人・顧客10%
- ③基礎的リスク(直前営業年度営業費の4分の1)  
自己資本は、バランス・シート上の資本勘定(基本的項目)に、証券取引法上の準備金(取引損失準備金、証券取引責任準備金、貸倒準備金)、有価証券評価益の90%(以上補完的項目)を加えたもの。ただし補完的項目の額は基本的項目の額を上限とする。証券会社は以上を、月次ペースで大蔵省に報告することになっている。さらに、自己資本比率規制の実際の運用に当っては、固定化されていない自己資本×100/リスク相当額＝自己資本規制比率として、次のような早期警戒水準を設定している。
- ①自己資本規制比率が120%以下となった場合、証券会社はただちにその旨を大蔵省に報告するとともに、その原因、改善見込みなどを報告する。またリスク相当額の状況を毎日、大蔵省に報告する。
- ②100%以下になった場合は、上記に加え、具体的な改善計画を大蔵省に提出し、改善措置をすみやかに実施する。大蔵省が必要と認めた場合には、業務の縮小などの事態の改善のための措置を要請する。
- ③200%以下となった場合、行政の内部管理として大蔵省はリスク額の推移についてきめ細かく注視していく。

自己資本比率規制は、89年8月から試験実施し、90年4月から本格実施された。これによって、それまで個別商品ごとに設けられてきた純財産額に対する保有割合の上限規制など不必要となった多くの規制が廃止され、証券会社経営の自由度が増したと考えられる。それとともに、経営リスクに関連する細かい行政指導なども整理縮小され、行政の透明性も向上した。



## 第4章 バブルと株式市場

はじめに

資産価格の急騰とその後の暴落を伴ういわゆるバブル現象の発生例は枚挙にいとまがない。バブルという言葉が歴史上初めて使用されたのは、18世紀にイギリスで発生した南海株式会社の株式投機による株価暴騰の時であったと、いわれている<sup>1)</sup>。

本章は、わが国で1980年代後半からみられた資産価格の上昇・崩壊現象のなかでも、特に株価バブルを対象を絞っている。バブルを論文のテーマの1つとして取り上げた趣意は、山一という一つの巨大証券会社の消滅を含めて、当時の証券分野の研究にとってバブル期の検証が不可欠であると認識させられた結果である。そして、その認識の内容は以下の2つに大別される。

第1は、もし1980年代後半のバブル期が存在していなかったら、山一証券(以下、山一と略す)の破綻は生じていなかったと考えられることがある。何故ならば、株価バブルの発生がなければその崩壊も見られず、そのことは山一破綻の原因となった巨額の簿外債務が、生じていなかったことを意味するからである。

認識の第2は、証券業全般の問題であるが、バブルというトンネルを通過中に外界の景色(金融・証券をとりまく環境)が、すっかり変貌していたという事実である。バブル期以前と以後の基本的な環境の変化として、次の2点を指摘することができる。

その1は、1980年頃から始まっていた金融自由化の枠組みが、丁度バブル時代にその完成期を迎えていたことである。それにもかかわらず、証券会社はバブルによる好景気とその反動によるバブルの清算に忙殺されて、金融自由化への経営対応を怠ってきたことが、その後の証券会社経営に負の影響を与える結果になったのである。その2としては、わが国証券会社が市場の内外同質化、

ボーダーレス化そしてグローバル化などの言葉に代表される、市場構造の変化の潮流をバブルの繁栄のなかで見失ってしまっていたことがあげられる。グローバル戦略の策定と実行が必要な時期が、バブルの時代と重ね合わせになったのは不幸な現象であったといえる。

上述した金融自由化と金融開国化という事象は、必然的にわが国金融・証券業界における既存秩序の崩壊に繋がる。1997年11月の山一<sup>1</sup>の自主廃業を契機として長期に亘って証券業界を支配してきた、いわゆる4社体制が終焉を迎えるに至った事実は1つの格好の事例である。以上、本章を執筆するに及んだ理由について述べた。

戦後におけるわが国の株式市場を代表する2大エポックとして、「1950年代後半の株価上昇とその後の証券不況」と、「80年代後半のバブル発生とその後の崩壊」が挙げられる。しかし、後者の証券史にもつ意義は前者のそれと比較にならぬ程大きなものがあると考えられる。その理由は、後者には金融自由化と金融開国化という、前代未聞の時代背景が存在していたことによる。したがってバブル期は1878年の株式取引所開業以来最大の証券市場における画期的事変であったともいえる。

以上の視座に立って、本論文ではバブル現象を3つの論点（1、2、3）から分析する。1節の目的とするところは、株式相場との関連において、当時の経済・金融環境を俯瞰することによって、バブルを生んだ外生的要因を再確認することにある。

2節では、バブルの生成と膨張を加速させたとみられるわが国証券市場固有のシステムである株式保有構造についての考察を試みる。それは法人間の株式相互持合いに代表される株式安定保有を指すものである。1がバブル発生の株式市場外のいわば外生的要因であるのに対して、2はバブルの原因が株式市場の内部にもあったとする、いわば内生的側面からバブルを捉えたものである。そしてバブルを最後に大膨張させたものは、株式安定保有による浮動株の相対的不足を利用して展開された、法人連合体（4大証券、機関投資家、事業法人など）による上昇相場形成期待の意識せざる合作的行動にあったと指摘した。

3では視点を変えてバブル期におけるバブル認識についての考察を試みる。バブル現象下の特徴として、資産価格の上昇のなかでそれがバブルによるものであるかどうかを識別することが、きわめて難事であることは容易に想像できる。むしろバブルの本質はその崩壊開始から相当の期間を経過してしまった後になって、あの時はバブルであったと後知恵で認識されるところにある。

上記の通念を検証するためにも、あるいはバブルの真髄を探るためにも、当時の専門家たち（経済学者や株式評論家、証券経済研究所の研究員、証券会社の株式分析家等）による株価や株式価値の現状分析内容がどのようなものであったのか、あるいは如何なる株価論争が展開されたのかを知ることの意義は大きいものと思われる。

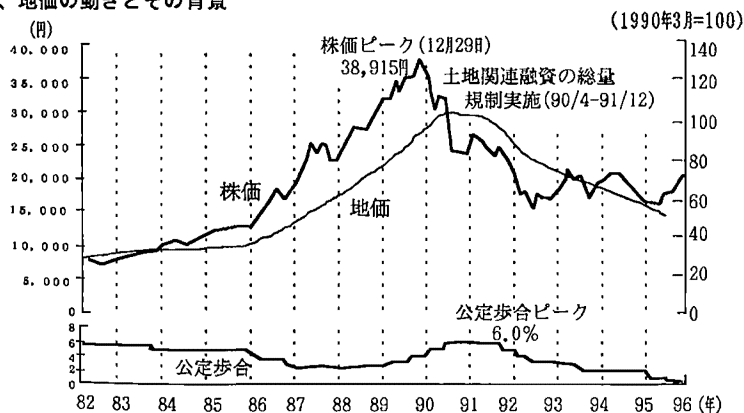
## 1. バブルの発生・崩壊とその背景

### (1) 株価の上昇と背景

#### (a) 株価の動き

わが国の株価は図1にみるように、1980年代半ば頃から上昇傾向を明確にした。84年1月に日経平均株価が史上初めて1万円台を上廻り、3年後の87年1月には2万円台に乗せるに至った。同年10月のブラック・マンデーでは世界的

図1 株価、地価の動きとその背景



出所：経済企画庁

な株価の暴落を招いたが、わが国の株価は他の諸国に先駆けて反騰に転じると

ともに、出来高も増加を続け88年7月6日の東京証券取引所の出来高は史上最高である28億5千万株を記録するに至っている。株価についても、88年12月には3万円大台を更新し、その後も活況のうちに続伸して89年12月29日（大納会）の日経平均株価は38915円を記録して、東京証券取引所発足以来の最高値を記録した。

因みに、1983年末の株式時価総額（全国取引所）は131兆円であったが、89年末のそれは630兆円に達し83年末対比で4.8倍にもなっている。また対名目GDP比時価総額をみると、83年度末の時価総額は同年度GDPの46%であったが、89年末の時価総額は89年度GDPの実に1.6倍にも達している。大戦後の株価サイクルのなかで、節目となる大天井は4回みられるが、株式時価総額がGDPを上廻った記録は89年の例以外にはない。

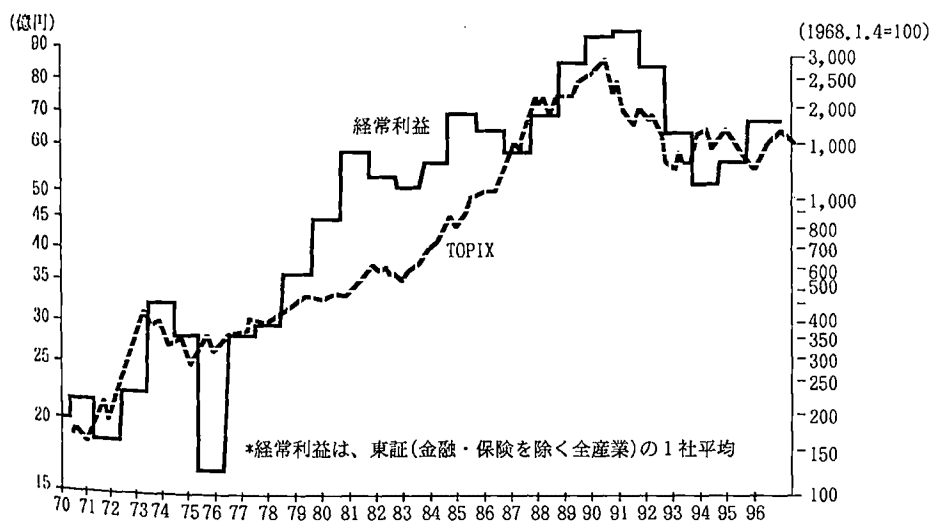
#### (b) 株価上昇の背景

1980年代後半における株価上昇の背景を3つの視点から論述する。

##### ① 金融・経済の条件

株価の上昇がすべてバブルに帰せられるものではなく、経済的条件からみても上昇する必然性は存在した。その1としては、企業収益の大幅な増益基調で

図2 企業業績と株価

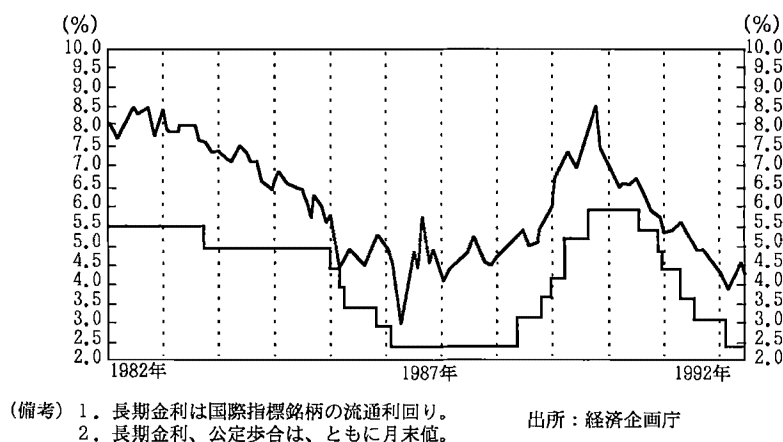


出所：大和総研「証券市場環境史」1997年

ある（図2参照）。企業業績は1982年下期から回復に転じた。その後、85年9月のプラザ合意以降の円高が景気後退を懸念させたが、一方では金融緩和や輸入原材料価格の低下があつて企業全体としての減益幅は小幅なものであつた。その後景気は急速な回復を示し、図2にみられるように企業収益も89年度まで大幅な増益を続けた。

その2は図3が示すように金利の急速な低下である。円高に伴う景気後退懸念のなかで、公定歩合は1986年1月（それ以前は5%）から87年2月にかけて、5回にわたり引き下げられ2.5%になった。その後景気は好調であつたにもかかわらず、89年5月に至るまで2.5%の低水準のままに据え置かれた。これにはプラザ合意以降のわが国の金融政策が、国際協調を重視していたことがある。諸外国からは内需の拡大や債権国としての低利資金の供給が、わが国の大きな役割として期待を寄せられていたのである。87年2月には、為替レートを当面

図3 長期金利、公定歩合の推移



の水準に安定させるためのG5によるルール合意が成立した。

金利低下の他の側面は長期金利である。長期債流通利回りをみると図3にみるように1983年頃から、金融緩和期待やインフレ率の低下を反映して大きく低下してきている。そして87年5月には、長期債流通利回りが短期市場利回りを一時的に下回るといった、低金利期としては異例な状況が現出した。

## ② 金融環境

1980年代後半に、金融機関の融資姿勢が一段と積極化したことも、株式や土地に対する投機行動を助長し株価の上昇を促した。融資姿勢の積極化は長期にわたる金融緩和政策が基底にあるが、他にもいくつかの原因がある。1つには、産業界の銀行離れの動きである。とくに80年代におけるエクイティ・ファイナンスの激増にみられるように資金調達手段の多様化が進展したことも、銀行離れを加速させることに繋がった。2つには、銀行が顧客企業の積極的開拓を目指して、中小企業やノンバンクさらには不動産投資向けの貸し出しを急増させたことがある。たとえば86年から87年にかけて、全国企業向け貸し出しの伸びは10%であったが、不動産向けの伸びは30%にも達している。銀行の伝統的体質である横並び意識が、資産価格の下落意識が希薄化した環境下、不十分なリスク管理体制のなかで、株式や土地に対する膨大な投機機会を提供したということである。

### ③ 機関投資家の投資行動

事業法人の大量におよぶ財テク資金の運用窓口であった特定金銭信託(営業特金も含めて)、ファンド・トラスト、個人と一部の法人の大量の資金を運用する投資信託、ならびに生命保険が、当時のわが国を代表する機関投資家であった。そして最近時まで、わが国の機関投資家による株式運用のあり方は欧米の機関投資家にみられるようなポートフォリオ選択理論に基づいた運用というよりも、どちらかといえば相場依存的、ないしは相場観による感覚的運用の傾向が強く、そのため機関投資家の市場行動は付和雷同的に陥りがちであり、集団化して同一方向へ動くパターンが多くみられたように思われる。一方で、証券会社はこうした機関投資家の動きと呼応しながら、多数の個人投資家を動員することによって株価の上昇を誘導するのを、株式戦略の一つとしていた。いずれにしても、当時の機関投資家の投資行動は市場のボラティリティーを高め、株価の振幅を大きくする傾向を招いていたといえる。

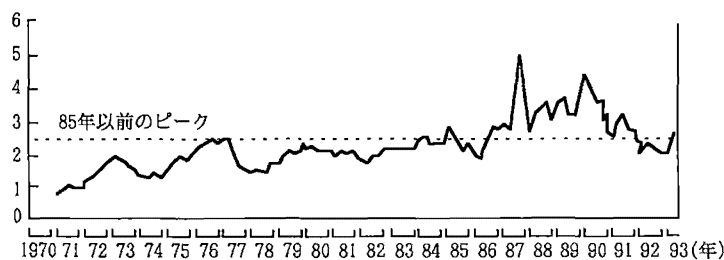
わが国で企業の財務テクノロジー活動が活発化したのは、以下に指摘する3つの企業環境に原因があるものと考えられる。その1は、当時わが国の製造業の総資産に占める手元流動性比率がきわめて高かったことである。たとえば、

1980年代後半の手元流動性比率はおよそ20%であるのに対し、アメリカのそれは長期にわたって6%台で推移している。その2は、わが国では経営に対する株主のガバナンスが弱く、企業の余資保有や財テク活動に対する抑止力が作用しなかった。その3として、わが国においては株式安定保有の比率が高いため、エクイティ・ファイナンスを行っても会社の被買収リスクが低いため、エクイティ・ファイナンスが容易であったことが指摘される。

### (3) バブルの検証

ここでは、1980年代後半には株価バブルが実際に存在していたことを確認するため「収益還元モデル」の1つである金利修正PER<sup>2)</sup>の推移をみることにする。図4は金利修正PERの推移を示したものであるが、それによると86年後半から91年にかけての金利修正PERの倍率は、85年以前のピークである2.5倍を大きく超えており、株価が割高であったことは否めない事実である。後講釈の謗りを免れないとしても、当時の株価の上昇は異常であり、つまりバブルであったと解釈できる。

図4 金利修正PERの推移



(備考) 1. 金利修正PER = PER × 長期債国債流通利回り

2. PER(株価収益率 = 株価 / 一株当り利益) は大和総研による上場株式数での加重平均値。

出所：経済企画庁

## (2) 株価の下落と背景

### (a) 株価の動き

1989年の大納会の大引けで、日経平均株価は38,915円の史上最高値を記録した後、翌90年の大発会から下げに転じバブル相場の崩壊が始まった。その後相

場は紆余曲折を経ながらも下落を続け、92年8月16日には当面の底となった14309円をつけた。この間の高値からの下げ率は63.2%である。一方、株式時価総額（全国取引所）をみると、89年末の630兆円から92年末には299兆円まで減少し、その減少率は53%に及んでいる。

日経平均株価は14309円を底にしてその後上昇に転じ1996年6月26日に22666円の戻り高値を示したが、その後再び下降をはじめ2001年8月17日には92年8月16日の日経平均株価を下回る、バブル崩壊以来の最安値である11455円を記録した。

バブル相場の期間としての起点と、終末点をどこに置くのかという問題であるが、常識的には1982年10月1日（日経平均株価6849円）を起点として92年8月16日（日経平均株価は14309円）を終末点とする、1つのサイクルが妥当であるように思われる（図1参照）。その理由として以下の三点が指摘される。第1であるが、図4にみるように金利修正P E R倍率が趨勢的に84年から90年にかけての右肩上りの高倍率で推移していることである。また、92年以降の金利修正P E R倍率は、85年以前のピーク・ラインである2.5倍を下回っている。

第2には、チャート面からみると1982年10月1日を底（日経平均株価6849円）に反騰に転じた相場は、84年5月4日に天井（日経平均株価11190円）を打ったが、その間の値上り率は63.3%であった。その後下落し同年7月23日には先にバブル相場の起点と位置付けた9703円に至っている。

このチャート上の動きは、ラルフ・エリオット<sup>3)</sup>の波動論というプライマリー・サイクルにあたるとみられ、その解釈の上に立って1984年7月23日を底にしてのその後の上昇相場は、新しい相場の始動と捉えることができる。

第3であるが、1992年8月16日から株式市場が反騰を始めたのは、同年8月18日に大蔵省によって「金融行政の当面の運用方針」が示され、それを追って8月28日には政府による「総合経済対策」が発表されたことによるものである。この時点で、ようやく政府はこれまでの楽観的景気判断を改めて経済実態の現状を認識するに至り、新しい政策判断を示したのである。ここにおいてバブル崩壊相場は終焉を迎え（92年8月16日）、以後は新政策を磁場とした新しい異質



な相場であると考えられる。

## (b) 株価下落の背景

### ①金利上昇局面での株高

金利上昇が結論的には株価の下落を招くことに繋がったが、1989年以降の金利上昇（図3参照）が株価の上昇期待を失わせるにはおよそ半年の時間の経過を必要とした。図3にみられるように、87年2月以降2.5%に据え置かれてきた公定歩合は89年に入って3回（5月・10月・12月）、90年に2回（3月・8月）と計5回引き上げられた結果6%になり、プラザ合意以前の水準である5.5%を上回るに至った。この金融政策は、インフレに対する未然防止のための措置として実施したものであると金融当局は述べているが、資産価格の異常な上昇を調整するための対策の一環であったと考えられないことはない。

いずれにしても、1989年半ばからの金利急上昇下における株価の大幅な上昇を論理的に説明することは困難である。市場が金利上昇を無視し続けたことは事実であり、目先の利益を追う熱狂が投資家の大局を見る冷静さを失わせていたといえる。

### ②株価下落の直接的要因

株価の下落は、基本的には金融環境の変化にあったと前述したが、直接の引き金となったのは、証券会社に営業特金の解消を命じた、1989年12月26日付の大蔵通達であったと考えられる<sup>4)</sup>。当時の証券局長による大蔵通達の内容が、急速に市場参加者の間に伝播することとなり、それが当時残高7兆円ともいわれた営業特金保有株式の大量売却の連想を呼ぶことになった。それが現実に関投資家を中心とする、手仕舞い売りを促進させることに繋がった。株価が下落基調に転じたことが明白になるにつれて、投機的株式需要は急速に後退し一挙に需給バランスが崩れて売りが売りを呼び、株価バブルは崩壊したのである。

### ③金融・経済の条件

1990年は年間を通じてほぼ株安、債券安、円安のいわゆるトリプル安の状況のなかで推移した。しかし一方で、実体経済そのもの、たとえばGDPや消費支出、設備投資、住宅投資などは好調であった。もっとも、これらの指標も90

年をピークに傾向的に下降線を描きながら現在に至っている。日経平均株価は90年の年初から下落のあと同年4月2日に28002円の安値を付けたが、4月以降石油価格の低落やそれに伴う長期金利の低下（図3参照）もあって、同年7月17日には33172円の戻り高値を実現した。しかし、8月に入ると湾岸危機の勃発により石油価格が高騰したことによるインフレ懸念から、長期金利が一時的ではあったが急上昇するに至り、そのため株価は急速な下げに転じるようになった。

1991年に入ると、湾岸戦争における多国籍軍の勝利によって世界中の株価が急騰したこともあり、わが国の株式市場にも大量の外人買いが入り日経平均株価は3月17日に27146円を付ける中間反騰を演じたが、それが天井となった。すなわち、91年の春以降景気に翳りが見え始めたこと（図2参照）に加え、同年6月頃から表面化した証券不祥事の発生で投資家の市場に対する不信感を増したこともあって、91年には3回（7月・11月・2月）にわたる公定歩合の引下げがあったにもかかわらず、株価は下降を続けた。

1992年に入ると、金融機関が地価の下落による多額の不良債権を抱えていることが表面化しはじめ、この間さらに2回（4月・7月）の公定歩合の引下げをみたにもかかわらず、日経平均株価は同年8月18日に14309円の安値を記録した。

## 2. バブルと株式安定保有

### (1) 基本認識

わが国証券市場の独自のメカニズムである株式安定保有<sup>5)</sup>が、戦後の株価形成ならびにその延長線上に位置した1980年代後半における株価バブルの発生とその急激な膨張に、少なからざる影響を与えたものと認識される。勿論、バブルの生成が基本的には政治や金融、経済、社会などの多様な環境や条件の複合的産物、すなわち外的要因によるものであったことは明白である。しかしその上に立って、バブルをより一層加速化、極大化させたものは株式安定保有構造と、それを土台にしての機関投資家群の市場行動にあったと考えられる。

以上の認識は株式持ち合いを中心とする株式安定保有と株価水準との間に、深い係りが存在するとの前提に立ったものである。その係りに関しては、意見の分かれるところである。株式市場関係者間の通説は、株式安定保有がわが国の株価の上昇を招いたとするものであり、少なくとも株価の高水準をもたらした有力な原因の1つであるとしている。その考え方の説得的論拠としては、以下の様なものがある。

表1 株式保有比率の推移

年度	金融機関	事業法人	小計	証券投資信託	証券会社	小計	個人	海外投資家
1949	9.9	5.6	15.5	0.0	12.6	12.6	69.1	0.0
50	12.6	11.0	23.6	0.0	11.9	11.9	61.3	0.0
51	13.0	13.8	26.8	5.2	9.2	14.4	57.0	0.0
52	15.8	11.8	27.6	6.0	8.4	14.4	55.8	1.2
53	16.3	13.5	29.8	6.7	7.3	14.0	53.9	1.7
54	16.7	13.0	29.7	7.0	7.1	14.1	54.0	1.7
55	19.5	13.2	32.7	4.1	7.9	12.0	53.1	1.8
56	21.7	15.7	37.4	3.9	7.1	11.0	49.9	1.5
57	21.4	16.3	37.7	4.7	5.7	10.4	50.1	1.5
58	22.4	15.8	38.2	6.6	4.4	11.0	49.1	1.5
59	21.7	17.5	39.2	7.6	3.7	11.3	47.8	1.5
60	23.1	17.8	40.9	7.5	3.7	11.2	46.3	1.4
61	21.4	18.7	40.1	8.6	2.8	11.4	46.7	1.7
62	21.5	17.7	39.2	9.2	2.5	11.7	47.1	1.8
63	21.4	17.9	39.3	9.5	2.2	11.7	46.7	2.1
64	21.6	18.4	40.0	7.9	4.4	12.3	45.6	1.9
65	23.4	18.4	41.8	5.6	5.8	11.4	44.8	1.8
66	26.1	18.6	44.7	3.7	5.4	9.1	44.1	1.9
67	28.2	20.5	48.7	2.4	4.4	6.8	42.3	1.9
68	30.0	21.4	51.7	1.7	2.1	3.8	41.9	2.3
69	30.7	22.0	52.7	1.2	1.4	2.6	41.1	3.3
70	30.9	23.1	54.0	1.4	1.2	2.6	39.9	3.2
71	32.6	23.6	56.2	1.3	1.5	2.8	37.2	3.6
72	33.8	26.6	60.4	1.3	1.8	3.1	32.7	3.5
73	33.9	27.5	61.4	1.2	1.5	2.7	32.7	3.0
74	33.9	27.1	61.0	1.6	1.3	2.9	33.4	2.5
75	34.9	26.3	60.8	1.6	1.4	3.0	33.5	2.6
76	35.1	26.5	61.6	1.4	1.4	2.8	32.9	2.6
77	35.9	26.2	62.1	2.0	1.5	3.5	32.0	2.3
78	36.6	26.3	62.9	2.2	1.8	4.0	30.8	2.1
79	36.9	26.1	63.0	1.9	2.0	3.9	30.4	2.5
80	37.3	26.0	63.3	1.5	1.7	3.2	29.2	4.0
81	37.3	26.3	63.6	1.3	1.7	3.0	28.4	4.6
82	37.7	26.0	63.7	1.2	1.8	3.0	28.0	5.1
83	38.0	25.9	63.9	1.0	1.9	2.9	26.8	6.3
84	38.5	25.9	64.4	1.1	1.9	3.0	26.3	6.1
85	40.9	24.1	65.0	1.3	2.0	3.3	25.2	5.7
86	41.7	24.5	66.2	1.8	2.5	4.3	23.9	4.7
87	42.2	24.9	67.1	2.4	2.5	4.9	23.6	3.6
88	42.5	24.9	67.4	3.1	2.5	5.6	22.4	4.0
89	42.3	24.8	67.1	3.7	2.0	5.7	22.6	3.9
90	41.6	25.2	66.8	3.6	1.7	5.3	23.1	4.2
91	41.5	24.5	66.0	3.2	1.5	4.7	23.2	5.4
92	41.3	24.4	65.7	3.2	1.2	4.4	23.9	5.5
93	40.8	23.9	64.7	3.0	1.3	4.3	23.7	6.7

(注) 上場株式数に対する保有株式数割合を示す。ただし、85年度以降は単位数ベース。

(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」。

わが国の株価は、1980年代半ばから99年に至るまで各種の投資尺度から判断して、理論値より相当程度高いと評価せざるをえない。たとえば、上記期間の1時点である93年の東証第一部全銘柄の単純平均利回りは0.79%の低さであり、同年の東証第一部225種の平均株価収益率は61.11倍と国際水準からみても非常に高い倍率にある。一方では、表1にみるように93年度の株式安定保有比率（表1の金融機関と事業法人の比率を合計したもの）は、66.8%と上場株式数の3分の2を占める高率である。以上のことは、株式安定保有と株価水準が有意な関係にあると判断することなくして、理解しえないというものである。

かたや、経済学者の理論では株式持ち合いと株価水準は、無関係であるとす  
るものが多い。また、株式持ち合いは株価を高めるかとの間に対する経済学上  
の解答は、理論的には、「生産効果などがないような単なる株式持ち合いから  
は株価は影響を受けないであろう」。そして「株価が変化する必要がないのは、  
株式持ち合いによって企業収益は相手企業からの収益が加わるので、たとえ株  
数が増加しても1株当たりの収益は変化しないからである」というものである  
6)。

長期的な株価形成の視点においては経済理論的説明に回帰するとしても、そ  
の弱点は短期的な株価形成にとって決定的要因となる株式の需給関係を、視野  
に入れていないところにある。1980年代後半におけるバブルの発生と崩壊は、  
株式需給関係を根源として生じたものであったといえる。

## (2) 株式安定保有の歴史と背景

戦後に東京証券取引所が再開された1949年からバブルの発生・崩壊に至るま  
での40年間ににおける株式安定保有の推移（表1参照）を観察すると、およそ4  
つの時期に区分することができる。すなわち①49年から60年頃までの期間②61  
年から65年頃までの期間③66年から73年頃までの期間、そして④74年から90年  
頃までの期間である。以下、各区分に従って株式安定保有に関しての特徴をみ  
るが、それは同時にわが国株式市場の変遷を示すものである。

### (a) 1949年から60年頃までの期間

戦前・戦中においては一口に言って財閥による株式保有が構造上の大きな特徴であった。しかし戦後間もなく占領軍総司令部(GHQ)の強制下、財閥解体が行われ、上場株式総数の42%が売却の対象となった。売却先は個人投資家を対象として実施された結果、49年度の個人保有の株式比率は公開株式総数の69.1%の高さを占めるに至った。これがいわゆる「証券民主化運動」と呼ばれているものである。

しかしながら、当時は無配株が一般的であり、東京証券取引所の再開は個人株主による持株の市場売却を促進させる結果に繋がった。一方では陽和不動産株、東亜合成株、白木屋株などの例にも見られるように法人・個人による買い占めや会社乗っ取りの動きが高まっていた。そのような買占めの防止手段として旧財閥系企業を中心とする株式持ち合いの動きが再開されるようになった。すなわち60年度には法人の株式保有比率が40.9%と49年度の15.5%に比して大幅に高まり、一方では個人のそれは69.1%から46.3%に大きく低下している事実がその間の事情を示している。

#### (b) 1961年から65年頃までの期間

この時期は一般的に「証券不況期」または「証券恐慌期」と称されている。証券恐慌期を象徴する事件は1965年の山一に対する日銀特別融資である。4年間に亘った岩戸景気が61年に終止符を打ち、57年12月を底(日経平均株価471円)に3年7ヶ月にも及んだ大相場も61年7月に大天井(1827円)を付けた。その後相場は下げに転じ65年7月に大底(1020円)を打ったが、その間の下落率は44.2%にも達した。

証券恐慌の時期が、今回のバブル不況の時期と比較して大きく相違する点は、前者は証券業にとっては文字通りの大不況であったが、その他の経済主体にとってそれほど深刻な不況感を生まなかったことがあり、それに反してバブル後の不況期は単に証券業のみならずその他のほとんどすべての経済主体に影響をおよぼすところの、より長期に亘っての大不況期であると言うところにある。

証券会社の経営のあり方についてであるが、証券不況期以前と以後とでは本質的に大きな違いがある。証券不況期以前の証券会社経営の特徴として以下の

2点を指摘することができる。1つは収益をブローカレッジ業務よりもディーリング業務に大きく依存していたことである。2つめにはディーリングと株式保有を通じて株式市場に大きな影響力を及ぼしていたことがある。これらの事情をまず株式保有の側面からみると、証券不況期以前の1949年度から60年度にかけての証券会社の上場株式総数に占める平均株式保有率（傘下の投資信託の保有分を含む）は12.3%であった。証券不況期以後の66年度から89年度までの平均である3.9%と比べて、いかに高率であったかが理解できる。

次に株式売買高の点から上記の特徴を捉えたと、証券不況期以前である1949年度から60年度までの、証券会社の自己売買高と株式投資信託の売買高の合計が同期間の東証第一部の全売買高に占める比率は50%前後という極端に高いものであった。これに対して証券不況期以後の66年度から89年度までのその比率は31%と低下している。

しかしながら証券会社の経営は証券不況期以後大転換を迫られることになった。それは証券不況を機に、66年5月に改正証券取引法が新しく公布されたことによる。法改正の主眼の1つは証券業者制度が登録制から免許制に変わり、大蔵省の監督権限が強化されたことである。法改正後、大蔵省が証券会社に免許を付与するに際しては、これまでの主たる業務であったディーリングを従とし、ブローカレッジを主とすることを必須要件としたのである。この行政指導はその後の証券会社の経営のあり方に大きな転換をもたらすことになった。

証券恐慌期以後には、証券取引法改正によって4種の免許（ブローカレッジ、ディーリング、アンダーライティング、セリング）を同一証券会社が併せて取得できるいわゆる総合証券会社制が採用された。法改正以後、証券会社（主として4大証券）の経営はブローカレッジ業務とディーリング業務、アンダーライティング業務が相互に連係し補完し合うことによって、より効率的に収益を極大化する方向へと傾斜していったのである。

（c）1966年から73年頃までの期間

証券恐慌期には横這いに推移していた株式安定保有が、一層の強化に向かって1965年頃から再燃し始めた。それには3つの動機があった。

①は資本自由化の更なる進展である。67年から数次に亘って対内直接投資の自由化が実施されたのをはじめとして、資本の自由化が急速な進行をみせた。このような状況のなか、わが国企業の間で外国資本による経営権の支配に対する防衛意識が高まることになった。証券不況期以前の株式安定保有化の動きが国内企業による買い占め防止を意図したものであったのに対し、証券不況期以後のそれは外国資本対策を意識したものであったといえる。

②としては、日本共同証券などの株式買い支え機関の株式放出による株価下落懸念から生じた株式安定化の気運であった。しかし実際に株式の放出が始まる頃には株価は1965年7月を底として大幅な上昇に転じていたため株価下落懸念は杞憂にすぎなくなっていたのである。それにもかかわらず放出株を中心とした株式安定化工作が続けられたのは、この頃より定着し始めていた大株主順位の秩序維持という企業の経営戦略的側面があったものと考えられる。

③であるが、1969年以降からの時価発行ファイナンスの増大と定着である。公募形態の時価発行増資の時代を迎えたことは、株式安定化を促進させる1つの要因となったが、とくに時価発行増資に親引け方式<sup>7)</sup>ならびに発行価格のディスカウント制が採用されたことは、株式安定化に積極的な上場企業や引受証券会社に歓迎されるところとなった。上記の事情も加わって時価発行増資は株式安定保有を促進させたのである。

1973年度の株式安定保有比率は61.4%となり、49年度以降の最高を記録した。証券不況期最中の62年度の株式安定保有比率の39.2%と比べ、僅か13年間で21%もの上昇を示したことになる。しかしその後の73年度から76年度まで株式安定保有比率がほぼ横這いに推移したのは高度成長期が終焉を迎えたことにも原因を求められるが、基本的には上場企業の株式安定保有がほぼ所期の目標に達したことによるものであったと考えられる。

(d) 1974年から90年頃までの期間

ポスト高度成長期からバブル絶頂期頃までの株式安定保有状況を概観する。株式安定保有比率を表1にみると、1974年度から88年度に至るまでの期間は小幅ながらも傾向としては着実な伸びを示した。しかしその内容はといえば金融

機関の保有比率は伸びているが事業法人の保有比率に殆ど変化がみられない。この背景には、企業の資金調達のあるり方が間接金融から直接金融を指向し始めたという金融環境の変化があったように思われる。

上場企業の直接金融による資金調達は1969年頃から始まった時価発行増資を端緒にして転換社債、新株引受権付社債などのいわゆるエクイティ・ファイナンスが国内・外で隆盛を極めるに至った。一方ではユーロ市場における普通社債の発行の激増にみられるように資金調達の多様化と国際化の時代を迎えたのである。

因みに1976年から90年までの15年間の製造業（資本金10億円以上の企業）の資金調達額の累計をみると、直接金融による調達額が52兆円であるのに対して間接金融による調達額は3兆6千億円に過ぎず、わが国の従来からの常識では考えられない現象である<sup>8)</sup>。そのことは銀行が既存の機能なり、経営戦略に依存するだけでは事業法人に対する支配力や影響力の低下をもたらし兼ねず、また一方では他の金融サービス企業との競争で遅れをとることを意味した。

そして当時としては、その支配力や影響力の低下を防止するための速効性のある唯一の対応は取引先企業の株式をより一層買い増すか、あるいは新規開拓先企業の株式を新たに取得することであった。他方、取引先企業にとっても銀行による更なる株式の購入や新規の取得は、エクイティ・ファイナンスの消化促進や株価の安定などに役立つために歓迎されるところであった。

### (3) 株価バブルの生成と膨張を加速させた証券市場の内生的要因

#### (a) 株価上昇と株式安定保有

株式安定保有比率は表1に示されるように東京証券取引所開所時の1949年度には15.5%であったがその後ほぼ一貫して上昇を続け88年度には最高の67.4%を記録した。株式安定保有比率が増加し続けることは市場における株式需給関係の逼迫を意味する。とくに株価上昇に役立つような好材料の流布のなかで、証券会社が市場から大量の株式を買入れることによって株価の高騰を意図するとき、市場の流動性が希薄であればあるほど、その目的の達成が容易であるこ



とは自明の理である。わが国の株価が趨勢として上昇基調を保ってきたのは、基本的には株式市場を取りまく環境に恵まれたことにあるが、高水準の株式安定保有構造の形成が相当程度寄与したものと思われる。そして株式安定保有構造が80年代後半からの株価バブル膨張の基盤になったことは十分に考えられる。

#### (b) 株式委託手数料制度の改定

1977年度になって株式委託手数料が従来の売買株数基準から売買額基準に改定された。つまり株価が上昇すればそれにほぼ比例して証券会社の手数料が増える仕組みになったのである。77年の単純平均株価が300円であったものが89年には1580円と5倍になっているのをみても明らかなように、証券会社の手数料は自動的に値上がりしたことになる。

当時の証券会社の経営体が、株式安定保有の促進とエクイティ・ファイナンスの成功のためには株価の上昇が望ましいと考えると同時に、その裏腹において株式安定保有構造とエクイティ・ファイナンスは株式市場を取りまく環境に恵まれたとき、株価上昇に対して相乗的に寄与するものであることを想像することはさほど困難なことではなかった。従って将来のトレンドとしての株高に備えて手数料制度を変えておく必要性があったのである。

一方、制度改定は営業戦力を株式営業とりわけ株式回転売買営業に特化させるためのインセンティブの役割をはたすものであったともいえる。結局、株式手数料制度の改定は株式需給逼迫化の状況のなかで、4社を中心とする株式推奨販売体制と一体化することによって株価上昇を支えたのである。

#### (c) バブル膨張と機関投資家

①機関投資家について——本稿での機関投資家とはバブル時代の主たる機関投資家であった特定金銭信託（以下特金と略す）、ファンド・トラスト<sup>9)</sup>、証券投資信託そして生命保険を指すものである。なかでも特金は1980年の税制改正によってその利用が急拡大した。特金のポイントは委託者（主として事業法人）が所有有価証券（株式安定保有分）を信託勘定と分離することができると共に、それと切り離した形で税務上の処理が可能な証券投資勘定であるという

点である。そして84年には、生命保険に対しても特金による資産運用が可能になったことにより、特金の利用がますます活発化するようになった。そのために信託銀行は特金に対抗して特金と相似したファンド・トラストを顧客に提供するに至ったのである。

特金やファンド・トラストなど信託勘定による財テク資金は最高時の1989年には元本ベースで43兆円に達している。この内15兆円が株式投資に振り向けられたと推察される。その15兆円の株式投資分のうち証券会社の一任勘定である、いわゆる、営業特金は7兆円であったものとみられる。

株式投資に振り向けられた15兆円という金額は1989年度の株式時価総額（全国取引所）の2.4%であるが、安定保有株式を除いた時価総額で計算すると8%にも相当する。一方、89年末の株式投資信託の資産総額は45兆円と安定保有株式を除いた時価総額の24%を占めていた。バブル崩壊までは、株式投資信託の資金は証券会社の潜在的なディーリング・ポジションと見做されていた。上記の積極的市場参加資金ともいえる計60兆円という数字は安定保有株式分を除いたいわゆる浮動株の時価総額の30%以上を占める巨額なものであり、バブル相場形成の牽引車となったといえる。

②バブルの加速的膨張の原因——バブルが急速に肥大したのは1988年と89年の2年間に於いてである。日経平均株価の推移がそれを示している。87年末の日経平均株価は21564円であったが丸2年後の89年末には38915円の大天井を現している。この間の日経平均は実に17351円の上昇をみせ、その上昇率は80%にも達している。この2年間の急激な株価の上昇を可能にしたものは経済、金融、企業の景況などいわゆる外生的要因もあったが、本源的には株式市場に内在していたところの内生的要因にあったものと考えられる。その内生的要因を以下に述べる。

先に、1980年代後半における機関投資家の潜在的市場支配力を有する株式運用資金が60兆円にも及んだと述べた。一方において、証券会社（主として4大証券）はその当時、夥しい数の個人投資家の投資資金を現物取引や信用取引の形で市場に導入する力を有していた。とくに4社の「シナリオ営業」という言

業に代表される推奨販売方式を通じて、大量の個人・法人資金を動員して自己ポジション化する戦略は、個別銘柄の株価上昇の先導力として抜群の効果を収めた。

1980年代に入ってから長期に亘る株式相場の堅調に益々自信を深めてきた4大証券は、更なる収益拡大のために87年頃から新たな株式陽動戦略を採用するようになった。その4社の戦略とは、前述したところの機関投資家の大量の運用資産と個人投資家の膨大な投資資金、株式投資可能な証券会社の自己資金の3者を効果的に組み合わせながら、市場に集中投入することによって高株価形成をはかるという仕組みであった。その営業戦略の実行にあたっては、4社の持つ投資情報機能とその伝達能力が重要な武器となったのである。繰り返しになるが内生的要因とは証券会社や機関投資家、事業法人などを中心とする法人連合体によって、株式安定保有構造の基盤の上で繰り広げられた高株価誘導という合一目的のための、談合なき共同作戦であったとも指摘できる。

### 3. バブル膨張期におけるバブル認識と論争

J・M・ケインズは株式市場にとって「付和雷同」は本質的なものであるとしたが、そのことはこうした行動原理が支配する市場では時にはバブルが不可避であり、その渦中で現在がバブル期にあると認識することは殆ど不可能であることを示唆したものと解釈される。現在に至って1980年代後半の異常な資産価格の上昇はバブルであったと万人が認めるところであるが、当時においては全くと言っていい程、バブルとしての認識はなかったといえる。本章の目的は、上述のバブル観が一般的であり自然なものであるとした上で、80年代末期に、わが国がたまたま遭遇したバブル期を捕らえて、当時のバブル認識についての確認ないしは検証を試みることにある。

バブル認識の実体を把握するために、2つの視座からの接近を試みた。1つは、新聞は社会の鏡であるとの考えに立って日本経済新聞の紙面を利用した。日本経済新聞を採り上げたのは、同紙がわが国の経済、金融、証券の領域を代表する新聞であることによる。2つめは、当時にあつて金融、証券の専門家と

呼ばれた人達が当時の株価水準についてどのように認識していたか、あるいは如何なる論争を展開していたかを披見する方法を用いることにした。

前以ってその結論を要約すると、1980年代後半以後の株価バブルの膨張期にあつて「現在の株価は高すぎる」と結論付けたところの専門家や識者はいたって希少であり、バブルの存在を否定する「現在の株価は高すぎるとは考えられない」とする見解が大多数を占めていたことである。

次に新聞の閲読のなかで感じたことを付記して置く。1989年という年は株価バブルの最終年であり、日経平均が9000円の棒上げを演じたいわゆる熱狂の年でもあった。その89年の日本経済新聞（朝・夕刊）を通読してみたの実感であるが、連日の紙面上には資産価格の上昇についての記事が数多く目についたが、そのなかで熱狂、興奮、警戒、警告といったような切迫観が紙面上からは全く感じられなかった。これは新聞の、事実を則した報道のあり方という建前や読者側の資産価格上昇の継続による慣れといった要素もあるが、更にいえば、たとえば株価でいうと1年を通じての棒上げといっても現実にはその間幾度となく上昇・下降を繰り返す相場の波動があり、目先下げに転じると相場の先行きが不明のため大相場の過程にあるという臨場感が失われるために生じる感覚にあると思われる。

### (1) 日本経済新聞にみる「バブルの認識」

(a) 表2は1990年の「日経平均株価予想」の結果をまとめたものである。日経新聞は、毎年恒例の行事として経済・金融・証券各界の著名人20人を対象に

表2. 1990年の日経平均株価予想と実績

(単位：円)

	1990年予想	1990年実績	(備考)高値予想上位者 (除証券会社)
最 高 値	48100 (12月)	38712 (1月)	樋口 (アサヒビール) → 48100 (12月)
高値平均	44000 (12月)	——	大社 (日本ハム) → 48000 (12月)
最 安 値	34500 (11月)	24385 (11月)	伊藤 (イトヨーカ堂) → 45000 (10月)
安値平均	36500 (1・3月)	——	早崎 (住友信託) → 45000 (12月)

(注)・89年12月19日 (大納会)の終値は38915円で、史上最高値となった。

・90年予想の高値平均・安値平均における( )内の月は寄せられた回答の最大公約数の月である。

日経平均株価予想アンケートを実施し、その結果が正月3日（この場合は90年1月3日）に日経紙上で発表されていることは衆知のことである。表2は90年の株価予想であるため、各氏は89年末のバブル最盛時に90年の株価予測を行ったことになる。

現実の株式市場は、1989年の大納会を史上最高値として、90年の大発会から歴史的なバブルの崩壊が始まったのである。表2が示すように予想と実績は大きく乖離したものになっている。この事例によってもバブルを認識することがいかに難事であるかが理解できる。

(b) 株価が大幅に上昇していく過程で、これはバブル現象であるとの意識が人びとの間に存在していたのかどうかに関心を抱いたため、1989年・90年の2年間にわたり日本経済新聞(朝・夕刊)上に現れたバブルという言葉の頻度を調べてみたが(ただし株式現象と関連したもの)89年は僅かに3回、90年では23回であった。89年はバブル崩壊前年のまさに株価バブルが最高に爛熟した年であったにもかかわらず、3回という数字は当時いかに人びとの間にバブル認識がなかったかを示している。

1990年に入ると言葉の頻度は23回と増えてはいるが決して多いとはいえない。それも、8月以降になってから紙面に現れた回数が多い。そのことは、90年7月迄は年初から株価が下げたとはいえ、日経平均がまだ3万円大台を保っていたこともあって、これは株価循環による下げであり、長期的にはむしろ押し目買いの好機であるとの見方が市場を支配していた為であると考えられる。しかし8月以降に数が増したのは8月に入ってから日経平均が3万円を割り込むことになり、人びとがバブルの存在をそろそろ意識し始めた結果であるといえなくもない。

表3は前出の調べと同種の統計の引用であるが<sup>10)</sup>、それは更に詳細に調査

表3. 日本経済新聞に現れた「バブル」関連記事

年	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
件数	8	3	1	4	11	194	2546	3475

(注) 日本経済新聞、日経金融新聞などの記事のうち、「バブル」という言葉を含むものの数。1992年の計数は、92年10月末までのもの。

出所 野口「バブルの経済学」1992.

されたものである。前出のものと同じ調査対象年である1989年と90年のバブルという言葉の件数を両者比較してみると表3の方がかなり多い。これは表3に日経金融新聞などの数が含まれているためであると思われる。いずれにしても、表3から読み取れるように、91年以降にバブルという言葉の件数が激増していることは、91年以降になって人びとがバブルの存在をはっきりと認識するに至ったことを示している。バブルの存在が認識されるのは、バブル崩壊後ある程度時期を経てからであるという定説がここでも証明されている。

(c) バブル絶頂期の1989年、ならびにその余韻を残していた90年前半における日本経済新聞紙上に掲載された多数の株価予想や市場分析の論調を総括すると、程度の違いはあるにしても株価に対して強気ないしは楽観的なものがその大部分を占めている。そのような大勢のなかにあって、株価の先行きについて弱気ないしは悲観的な意見も少数ながらみられた。バブルという言葉を使用していたかどうかはともかく、現在の株価はバブルであるとの認識を明確に日経新聞紙上で公表していた識者達の名を挙げて表4に示しておくことにする。

表4. 日経新聞(1989年と90年前半)において、現在の株価はバブルであると明確に論じた識者達

年月日	執筆者名	所 属	記 事 欄 名
89. 1.26	(浩)	_____	大機小機
3. 7	(十一)	_____	大機小機
3.11	嶋 中 雄 二	日経研究センター	経済教室
3.14	(不純)	_____	大機小機
4. 8	(薔)	_____	大機小機
4.25	原 田 和 明	三 和 総 研	十 字 路
4.28	(巖流)	_____	大機小機
5. 8	秦 信 行	野 村 総 研	十 字 路
5.27	植 田 和 男	東 京 大 学	やさしい経済学
~ 6. 2			
7.26	(囀)	_____	大機小機
8.22	沢 上 篤	ビクテ・ジャパン	よみすじ
10.15	原 田 和 明	三 和 総 研	サンデー・ニッケイ
10.22			
90. 1.27	前 田 記 者	日本経済新聞	解 説
1.29	小 林 孝 雄	東 京 大 学	経済教室
3. 1	(財)	_____	大機小機
3.22	永 野 健 二	日本経済新聞	解 説
4. 4	野口悠紀雄	一 橋 大 学	やさしい経済学
4.26	堺 雄 一	明 治 生 命	十 字 路
6. 2	坪 内 健	ソシエ・ジェネラル証券	株 式 欄

99年4月作成

(注)・所属は執筆当時のもの。・90年は7月末までのもの。

## (2)バブル期さなかにおける専門家の株価水準に対する諸見解

本稿では1988年10月から1990年4月に至る期間に執筆された株価水準に関する研究論文や研究報告書を分析対象とした。すなわちその期間が株価バブルの最大の膨張期であったとともにその後の崩壊期の初期の段階にあったことによる。論文、報告書などの資料の収集にあたっては極力努力を試みたが、当時のすべての資料を網羅し得たものではない。また本稿への掲載資料の取捨選択は自己の判断で行った。論文や報告書のなかには株価理論や統計に基づいた現状分析や解説に終始し、自主的な株価予想や現在の株価水準に対する明確な見解を欠いたものが相当数みられ、それらの中立的見方の資料は除外した。各専門家の所属機関は執筆当時のものである。また敬称は略した。

#### (a) わが国の株価は高すぎる論

植田和男（大阪大学）1989年3月『わが国の株価水準について』日本経済研究No.18

要旨。ファンダメンタルズからのアプローチでは最近の株高は説明不可能であり、従って株価は高すぎる。①上場企業のトービンのQが1986年には2倍を超えている。また株価純資産倍率（資産価値を市場評価額に修正後）も86年は1.6倍以上である。②企業間の持ち合いによる保有株のキャピタル・ゲインなどを考慮しての修正P E Rを用いても、83年以降のP E Rの急上昇は説明できない。最近の株高は企業が保有する資産の価値を大幅に上回る過大評価であるか、近い将来資本ストックからの収益が急増するという期待を抱いているかのどちらかである。土地の含み益については、保有する土地の評価額の測定がわが国では困難であり、かりに上場企業全体の土地の評価額を100兆円に置くと11経平均は14000円位が適正な水準であるように思われる。

当時であってわが国の株価は高すぎると明確に論評した専門家は「植田」一人である。

#### (b) わが国の株価はどちらかといえば高いと思われる論

①安田於菟彦（日興リサーチセンター）1988年10月『日本の株価水準研究グループ報告書—各論4「株式持ち合いのP E R押し上げ効果」』（財）日本証券経済研究所

要旨. わが国の株式持ち合いは資産の2重計算、利益の2重計算を通じてPERを過大に評価しているといえる。しかしこのような持ち合い効果を修正係数を用いて訂正し、PERを押し下げても尚わが国のPERは依然として高いのである。現在の高株価を容認するとすれば、別の角度からのアプローチが必要とされる。

②田辺孝則（野村総合研究所）1988年10月『日本の株価水準研究グループ報告書—各論5「株価水準と金利低下」』（財）日本証券経済研究所

要旨. 最近時の株高を強いて理由付けると、金利低下などを要因とするPER上昇の容認、投資家の要求収益率の低下などによってもたらされた現象としてとらえることができる。また最近の高株価は、投資家が円高などによる企業収益の調整にもかかわらず、わが国経済の構造変化への適応力やリストラクチャリングの実行、内需拡大の実現性などを強く期待しており、中長期的には過去と同じ程度の利益成長の可能性があるとして評価してきたことの結果であると考えられる。

(c) わが国の株価はどちらかといえば安いと思われる論

①鈴木治（山一証券経済研究所）1988年10月『日本の株価水準研究グループ報告書—各論3「会計慣行の相違と国際比較」』（財）日本証券経済研究所

要旨. わが国のPERが高いのは、アメリカなどの先進国との間に会計慣行の違いがあることがあげられる。わが国の利益額が低めになるのは特にアメリカとの対比で減価償却の差が大きい。これを調整するために連結ベースのPCFR<sup>11)</sup>を用いるとわが国のPERの割高は大幅に修正される。更に株価の国際比較においては、債券の利回り水準を考慮する必要があり、そのため株式・債券裁定アプローチにおいて益回りを用いるのではなく、逆PCFRを使用するとわが国の倍率はドイツ株を除くアメリカ株やフランス株、イギリス株の倍率に近づき、余り差がなくなるのである。PCFRによる国際分散投資裁定アプローチは優れていて、その上に立つと現時点の株価は納得できる。

②米沢康博（筑波大学）1988年10月『日本の株価水準研究グループ報告書—補2「家計貯蓄と株価」』（財）日本証券経済研究所



要旨．株価を決定する重要なファクターは勤労期における家計の総貯蓄である。家計の総収入が等しい経済でも、貯蓄性向の高い経済の方が高い株価を形成する。株式の持つ貯蓄手段、価値の保存手段等の機能に注目し、株式が投資家の所得－消費パターンを調整する点を重視すれば、株価は家計の貯蓄額と関係があることがわかり、そうであるならば、わが国の株価水準は、家計の総貯蓄が多い事実から十分に説明が可能である。

③舟岡史雄（信州大学）1990年『日本の株価・地価－第2章「日本の株価水準と投資尺度」』東京大学出版会

要旨．P E Rに基づいて株価水準を説明することが困難になったのは、かなりの部分、未計上の利益が拡大したことによる。未計上の利益のうち株式の未実現のキャピタル・ゲインに相当する株式資産の評価額を調整すれば、最近数年間を除けば平均P E Rは妥当な水準に位置することを示している。最近数年間については、土地の未実現のキャピタル・ゲインに相当する土地資産の評価額を調整することによりP E Rは低下し、その逆数の株式収益率は代替的な金融資産の収益率に近づくという結果を得た。

#### （d）わが国の株価は安すぎる論

①紺谷典子（日本証券経済研究所）1988年10月『日本の株価水準研究グループ報告書－各論1「日本の株価を考える」』（財）日本証券経済研究所

要旨．わが国の高株価は十分にその合理的根拠をもっている。P E Rが高いということだけで高株価を批判するべきではない。現在のように企業が新しいビジネス・チャンスを展開する多くの機会をもち、従って企業の収益構造が大きく変化する可能性のある時代には、投資尺度にQレシオ<sup>1,2)</sup>が最適である。現在の株価をQレシオを用いて算定すると、まだ過小評価であるといわざるを得ない。資産価値は資産の有効利用を前提とした潜在的な収益価値を示すものである。そしてその実現のためには企業のリストラクチャリングが前提であり、近年におけるリストラクチャリング後の収益の増大の可能性への期待が株価を資産価値に向けて上昇させてきたのである。

②若杉敬明（東京大学）1988年10月『日本の株価水準研究グループ報告書－

各論2「日本の株価は高すぎるか」』（財）日本証券経済研究所

要旨．80年代前半の株価はDDM<sup>13)</sup>による説明が可能であるが、86年以降の高株価水準は説明が困難である。DDMがPERを説明できるのは将来の利益が現在の利益の延長線上にあることを前提にしている。現在の高PERは企業のリストラクチャリングを通じて企業に過去と違ったより一層大きな成長が期待されているからである。DDMをモデルにして現在の状況を表現するのは無理であり、その意味ではQレシオによる新しい指標が有効である。その視点に立つと株価は資産価値を反映するまで上昇することになる。このような考え方の下では、現在の株価（88年9月末の日経平均は27,923円である）はまだ低いと考えられ、理論的には現在の株価が2倍になっても不思議ではないものと思われる。

③後藤輝義（大和投資顧問）1988年10月『日本の株価水準研究グループ報告書—各論6「わが国の投資尺度の変遷」』（財）日本証券経済研究所

要旨．わが国における株式投資尺度の変遷を3期に区分することが出来る。第1期は「配当利回り」の時代(49年—58年)、第2期は「成長株理論とPER」の時代(59年—84年)であり第3期は「資産価値重視＝PER算出方法の修正」の時代(85年以降)である。第3期で新たに登場した考え方は市場価値で評価した企業の実質自己資本と株価との関係とみることが出来る。近年におけるPERの大幅な上昇は企業の含み資産すなわち含み利益の見直しによるものであり、PER理論の本質を否定するのではなく、EPSないしはBPSの大幅な数値修正を迫っているのである。

PBRのB(Book Value/Share)をM(market Value/Share)に置換すると、換言すればQレシオを基準に株価を算定すれば、わが国の株価は依然として割安であるということが出来る。

おわりに

バブルとは単なる自己増殖的投機行動であり、思惑の集合体であるとして論理的解説の意味を問う声が強い。そのなかで敢えて株価バブルを研究対象とし

たのは1980年代後半からのバブルの膨張と崩壊の10年間の時代が、わが国証券市場の歴史的転換期に位置していることによる。

歴史的転換の意味であるが、それは戦後40年間に亘ってわが国の証券市場を支配してきた証券システムが終わりを告げ、バブル期と併走しながら新しい証券システムの時代を迎えたことを指している。旧来型システムの根幹をなしたものと①大蔵省の護送船団方式による証券行政②官僚の裁量行政を軸とした証券業界との癒着③4社体制による業界支配の3点を指摘することができる。それに対して新時代のシステムとは、証券市場の多様化と官による規制のない効率的な市場間競争を目指すものである。このことはわが国の証券システムが旧来型の伝統的なものから、アメリカ型証券システム(商学研究論文集第8号1998の拙著「アメリカの証券会社をめぐる環境変化とその経営対応」に記載)に移行することを意味している。

わが国証券市場の歴史的変革は、基本的には1980年前後から始まった金融の自由化と金融の開国化がその背景となって生じた必然的結果であると考えられる。そして「株価バブルの膨張と崩落」は期せずしてわが国の証券市場の革新化を加速させたものであり、旧時代と新時代の架け橋としての役割を果たしたものであると解釈される。

論題をわが国証券会社の経営の側面に移すと、バブル期は「失われた10年」であったと総括することができる。大証券会社をはじめとしてわが国の証券会社がバブル景気に浮かれ、そしてその後のバブルの後始末に追われて、新しい証券市場への経営対応を怠ったという意味での「失われた10年」である。証券市場への対応とは具体的には、証券会社経営についての抜本的再検討、電子株式取引に対する取り組み、先端金融工学テクノロジーの開発、資産運用技術の習得と人材の育成などを指すものである。

以上の見地から証券領域の研究には「バブルの時代」の考察は不可欠であるとの認識にいたり、その上に立って本章を執筆した。バブルの研究に際しては多くのアプローチの方法が考えられるところであるが、本章では1、2、3にみられるように3つの論点からの接近を試みることによって、各節をそれぞれ

独立して読めるような構成にしたが、そのため各節が互いに関連しつつ有機的な構造をつくるという点に欠けるところがあったのではないかと懸念している。

なお、最後になるが、バブルの犯人探しは、その被害が甚大であるだけに必要であろうが、100年前後という長い時間的物差しで測れば、イギリス、オランダ、アメリカ…そしてわが国で、バブル現象が必ず起こっている事実を目を向けざるをえない。そこで、この病は市場経済にビルトインされているものと考えたり、さらに「若干のいかがわしさ」は市場経済に不可欠であると極言することも、非難を浴びるかもしれないが必要ではないだろうか。後講釈とはいえ、要するに個人と企業の経済行為を窮屈にする平時規制は避けるべきだが、長期的には市場経済ではバブルを不可避とみなし、その場合の異常時規制の手段を予め準備しておくべきであるという主張を耳にしたことがあるが、傾聴に値する。

#### 注)

1) The South-Sea Co. 1711年に設立されたイギリスの会社。スペイン植民地との通商特権の獲得を材料に株価が急騰し、1720年1月に128ポンドであったものが夏には1,000ポンドを付けたがその後The Bubble Actの制定により同年12月には124ポンドに暴落した事件をさす。

「南海泡沫事件」とも言われている。

2) 長期金利(10年国債流通利回りなど)を株価益回りで除したもの。

3) ラルフ・ネルソン・エリオット(1871-1948)はアメリカ人で、エリオット波動と呼ばれる独自の株価波動理論を生んだ。この理論を簡単にいえば、株式市場は5つの上昇波と3つの下降波というリズムで反復を繰り返すというものである。

4) 89年12月26日に角谷証券局長名で出された大蔵省の通達。要旨は証券会社の「損失補填の禁止」と「営業特金の廃止」を命じたものである。

5) 通常の株式持ち合いに加えて、株式を持ち合っているのと同等の意味を持つ株式の片持ちを加えたものをいう。例としては生命保険会社による株式保有があげられる。ちなみに、株式持ち合いとは2つの上場企業が経営権の安定、株価の維持、株主総会対策、事業取引の安定・拡大などを目的として意図的に株式を相互に保有し合うこと。

6) 米沢康博「株式市場の経済学」日本経済新聞社、1995、127頁。

7) 引受証券会社による72年頃の時価発行自主ルールの一部。正式には「発行会社からの販売希望先申し出」と呼ばれ新株を発行する企業から引受証券会社に申し出のあった分売希望先を優先的に取り扱って、新規発行株式を割り当てる方式。

- 8) 川北英隆「日本型株式市場の構造変化」東洋経済新報社、1995、80頁。
- 9) 金銭信託以外の金銭の信託のこと。特定金銭信託とは異なり、運用は信託銀行に一任し、信託終了時には信託財産を現状のまま受領する。
- 10) 野口悠紀雄「バブルの経済学」日本経済新聞社、1992、27頁。
- 11) Price Cash Flow Ratio. 株価 ÷ 1株当りキャッシュ・フロー。
- 12) 株式時価総額 ÷ (資産総額 - 負債総額)。
- 13) 配当割引モデル = Dividend Discount Model. 株価 = 配当 ÷ (割引率 - 配当成長率)

## 第5章 山一証券の簿外債務

### —山一破綻の直接的原因—

はじめに

「山一証券の破綻」問題をさまざまな角度から考察しているなかで、「簿外債務」という言葉がたびたび登場する。本章の目的は、山一証券(以下、山一と略す)が自主廃業するにいたった直接かつ最大の原因である、その「簿外債務」の実態を論述することにある。

本章を執筆するにあたって依拠した資料は、山一社内調査委員会(委員長・嘉本隆正(常務取締役))が作成(1998.4)したところの極めて優れた「社内調査報告書」である。山一の最後の社長となった野沢が「社内調査報告書」の作成を命じた直後に、事業法人担当者達が担当役員に命じられて、大量の内部関係資料を証拠湮滅のために破棄したといわれている。そのような困難な状況あるいは時間的制約(97年12月に作成にとりかかり、98年3月末に調査を終えている)のなかでの委員会の作業に敬意を表したい。ついでながら、当該報告書は委員長以下9名の委員の努力による合作の賜であることは当然であるが、実務的に、整然とわかりやすい報告書としてまとめあげたのは、元業務管理部の3人の委員であったといわれている。

山一の経営者(それも上位の経営者ほど)は、一般的にいて、プロとしての経営者像とは遠くかけはなれていたが、経営者以外の女子従業員を含めての一般社員の質的レベルは伝統的にきわめて高いものがあつた。役員や企画部門のスキルは貧弱であつたが、第一線の営業マンをはじめとする前方部門や事務などの後方部門は歴代先輩達の指導を受けつぎ、見事な仕事振りを発揮してきた。後方部門とは、先述した業務管理部や事務管理部、証券管理部、システム管理部、総務部、経理部、各支店事務などを指している。山一の基盤を長年にわたって支え続けてきたものは、日常業務に従事してきたこれらの、ある意味でのプロフェッショナルズであつたともいえる。

本章の作成にあたっては、山一の「社内調査報告書」を中心にすえて執筆し

たと前述したが、その上で、筆者は山一の本事件に関与した元役・職員や社外の関係者方と面談を重ねることによって、事実や心証の確認をとることに極力努力した。各節の終りに付したコメントは、面談した関係各位の意見を参考にして、私見をとりまとめたものである。なお本章では、全て実名を用いたが敬称は略させていただいている。また使用した参考資料は「社内調査報告書」から引用した。

山一の「簿外債務」に関する事実を明らかにする前に、バブル発生から崩壊にいたる間の株式市場の歩みを頭に入れておく必要がある。何故ならば、簿外債務の発生も基本的には、株価バブルの軌跡のなかで生じた現象であるからである。図1で日経平均株価(1982～97)の動きを、図2で株式売買高の推移(1983～93)を示すとともに、簡略にこの間の株式相場の動きを説明しておきたい。

バブル相場の起点を1982年10月1日の日経平均株価6849円とするのが一般的な見方である。これを大底として株価は長期間にわたる上昇相場に入った。図1と図2から、相場のスケールの大きさを理解することができる。82年10月1日から、相場はほぼ一貫して上げ続け、87年10月14日には、ブラック・マンデー(87.10.19)前の高値である2万6646円をつけた。その後、株価は低迷したが、大蔵省が88年1月に発表した企業の決算処理弾力化方針が起爆剤となり、87年11月14日の2万1036円を底にしてその後一本調子の上げに転じ、89年末に3万8915円という歴史的な株価バブル相場の頂点となったのである。その後市場は暴落に転じるにいたり、長期にわたる株価低迷が続き現在にいたっている。

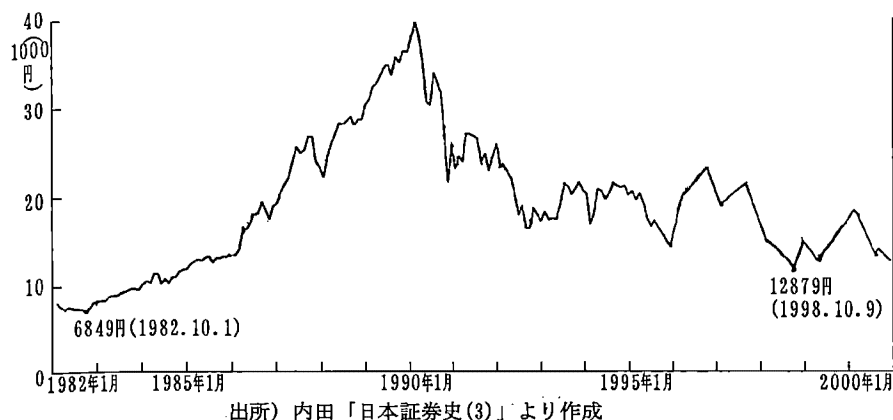
## 1. 簿外債務発生の原因

### (1) 簿外債務発生の契機

1980年11月、横田が社長に就任した。81年の年頭に「第1次中期経営計画」が発表され、その目標数値は順調に達成された。引き続き84年10月から始まった「第2次中期経営計画」も目標を大幅に上回って達成されたが、これらは図1・図2が示すように、株式市場の好調と市場出来高の激増が寄与したものであり、他3社比較では満足できるものではなく、4社の最下位には変わりはない。

図1. 日経平均株価

38915円(1989.12.29)

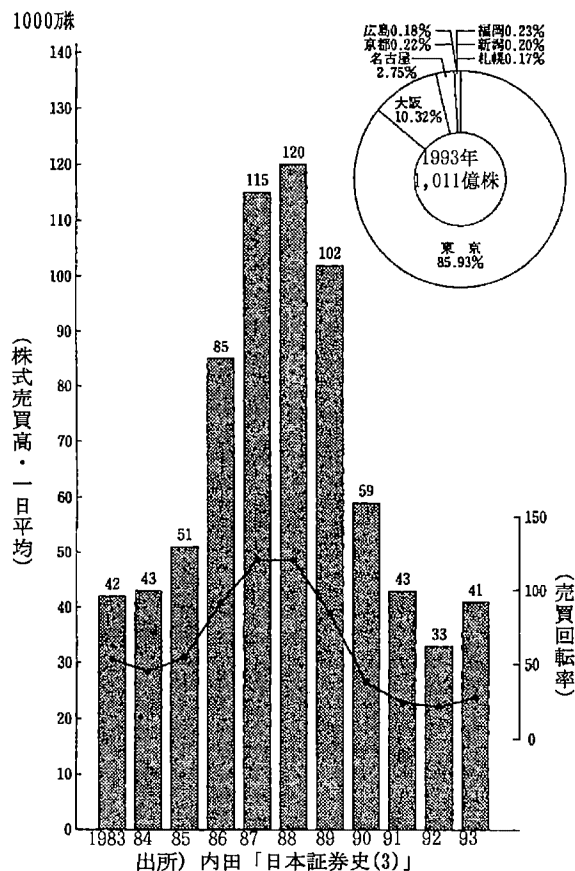


かった。

横田はこの現状に飽き足らず、5会計年度(1987.9～92.3)を対象とした第3次中期経営計画を発表した。これは明らかに山一の現状の立体的分析を欠いた、あせりのなかの感情的計画であったものと思われる。

この計画は山一のリテール営業力を過大評価したものであるか、あるいは株式相場が無限に上昇することを前提にして作成されたものであったとしか考えられない。参考として、数値目標の一端を披露すると、1987年9月期末の山一の顧客預り資産である29兆円を、89年3月期末

図2. 全国証券取引所株式売買高と構成割合





に40兆円に、92年3月期末に60兆円に増加させると共に、営業収益の4社内シェアを87年9月期の19%から、89年3月期には22%とし、92年3月期には25%を必達するといった無謀に近い計画であった。日興証券(以下、日興と略す)、大和証券(以下、大和と略す)に打ち勝つことのみが横田の脳裏を支配し、経営機能としてもっとも重要な「組織の点検」が行われていなかったのである。付言すると、山一は1970年代に入ると、部店長会議などにおいても、業界第2位を目指すことを標榜し、業界第1位の野村証券(以下、野村と略す)への挑戦をすでにあきらめていた。

1985年からは図1・図2にみられるように証券業界は空前の株価バブルの時期に突入することになる。横田は他社に追いつき追い越す絶好のチャンスととらえ、第2次中期経営計画の実施中であつたにもかかわらず、86年9月期を特別重要な年と位置づけ、経営戦略の柱に法人客を対象とするエクイティ営業を最重点におくことを決定した。これにより、山一は従来のリテール営業の強化によって着実に業績の拡大を指向していた経営戦略が大きく転換され、法人を中心とするエクイティ営業に軸足を移すことになったのである。85年9月20日の全国部店長会議では、「いかに法人営業の拡大に取り組むか」がメイン・テーマとなった。その会議でまとめられた基本認識としての商品戦略の項に「株式預り資産、特金<sup>2)</sup>、海外顧客からの一任勘定の増大を通じて、法人資金の株式市場への徹底的導入をはかる」と明記された。また「戦力別営業推進」の項には、「男子戦力の法人マーケットへの傾斜を強力に推進する」と表明されている。

横田は他社追撃のためには手段を選ばず、ここに「法人の山一」という伝家の宝刀を抜くことによって、後になって訪れることになった簿外債務の発生の種を蒔くことになった。これによって、天下公認の錦の御旗を手中にした法人本部は、たまたま株式市場の好調のなかで、法人顧客の国内・外マーケットでの転換社債やワラント債発行による、法人顧客にとって資金使途の明確でない大量の資金調達に積極的に関与することにより、その資金を営業特金に導入する営業戦略をとり、一任勘定による株式売買を拡大させることになったのである。

る。「法人の山一」の復活については第3章4大証券会社の経営比較(Ⅱ)の4-(3)において詳述しているところである。

## (2) 簿外債務発生経緯

### (a) 1985年頃

1985年になって横田が営業特金を中心とする法人営業の推進を強烈に打ち出したことは先述したところであるが、84年頃から、すでに山一内部に営業特金の原形が存在していた。通称「永田ファンド」と呼ばれるもので、その運用金額は2～3000億円であったともいわれている。当時の永田株式本部長（常務）が自らの手で、法人顧客の一任勘定による運用を指図していたところから、その名がつけられていた。永田は法人本部に長く在職し、多くの企業と親密な関係を有していたので、企業に資金運用をもちかける機会も多く、相手企業もそれに呼応して資金プールができあがったものである。永田は株式本部長就任後も、その資金を永田銘柄の相場形成に利用しようとする意図も手伝って、そのファンドを自分の支配下において自在に運用していた。いくつかの企業の資金を一つにまとめた「混合口座」といわれるものであり、売買された株式は永田の一存で、事後に各企業の口座にそれぞれ配分されていた。横田はその「永田ファンド」に刺激されて、営業特金獲得の強化にのりだしたものと想像される。

### (b) 1987年

横田の方針を受けた法人本部では、企業の運用資金獲得に力を投入していたが、1987年3月の全国部店長会議で当時の行平法人本部長が、「事業会社の余資運用資金は無尽蔵に近い」との訓示を行ったのをうけて、法人本部は営業特金の獲得に狂奔することになった。

顧客である企業（主として金融子会社を利用していた）は資金運用に際して、資金調達コストを上回る利回りを期待した。法人本部では同業他社や信託銀行のファンドトラストとの競争上、顧客企業に対して、利回り保証（主として口頭による）を約束する、いわゆる「ニギリ」<sup>3)</sup>で資金導入を図らざるをえなくなった。この時期には「永田ファンド」の実例をみて、「ニギリ」の約束が達成で

きない場合は、他の企業を相手方とする損益調整売買や新発転換社債やワラント債を利用して利益の振替えを行えばよいと安易に考えていたところがあり、またそのような方法による利益の捻出も可能であった。

(c)1988年

1987年9月にタテホ化学事件<sup>4)</sup>が生じた。世間にインサイダー取引ではないかという疑念が拡がり大きな問題となったが、結局は大阪証券取引所から「証券取引法上ではインサイダー取引とは断定できない」との調査結果が発表された。しかし世間の強い批判に応えるかたちで、大蔵省は87年10月に証券取引審議会に「内部者取引の規制のあり方」についての報告書を提出した。その内容の1つに、証券会社は法人関係業務を通じて企業の証券発行に関する情報を得やすい立場にあるため、チャイニーズ・ウォールを整備することを求める要請があった。そのため、山一は事業法人本部を証券引受業務を分担する「事業法人本部」と証券流通業務を担当する「法人営業本部」に分割し、高木(取締役)が事業法人本部長に斎藤(取締役)が法人営業本部長にそれぞれ就任した。したがって、営業特金などブローカレッジ業務は法人営業本部の管轄下のものではあったが、行平の信任が厚く、かつ事業会社に広い顔をもつ高木が法人営業本部の実権をも握るという奇妙な現象が生じることになった。

高木は「ニギリ」を全面的に禁止することはなく、小口ファンドは出来るだけ整理し、大手顧客ファンドに絞り込むように指示した。また、「ニギリ」ファンドの成約にあたっては、従来と異なり必ず事前に本部長の了解を得るとともに、本部長自身が相手企業の責任者と面接することを条件とした。

1988年9月、行平が社長に就任した。

(d)1989年

1989年秋に、大和証券による複数の企業に対する損失補填事件が明るみにでた。この事件は84年にすでに起っていたもので、大和が子会社の株式を使った売買で生み出した利益(100億円)によって損失補填していたものであるが、その一部の申告漏れが税務当局によって発見されたのが引き金となって、その全容が表面化するにいたった。そもそも、事後の損失補填は、当時、証券取引法

では禁じられていなかった。しかしながら一部の大手顧客のみに対する証券会社の損失補填という、反社会的・非倫理的行為に世間の批判が高まり、大蔵省は黙視し続けることができなくなった。その結果、89年12月になって、「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」という証券局長(角谷) 通達がだされるにいたった<sup>5)</sup>。行平は大蔵省による営業特金の是正措置の動きを事前に察知(当時、横田は日本証券業協会会長であったため情報を早めに知り得たとも考えられる)し、小松(副社長)を代表者に指名して、山一の営業特金を90年3月までに廃止するように指示した。これをうけて営業特金処理のための「小松委員会」(非公式の委員会)が発足した。

委員会のメンバーは、委員長に小松が就き、松本(副社長・管理本部長)、三木(専務・企画室担当)、石原弘康(専務・債券本部長)、高木(常務・事業法人本部長)等で構成された。委員会はまず顧客ファンドの実態把握を行い、ついでファンドの整理・解消につき協議を重ねた。その結果、小規模ファンドはほぼ解消できたが、大規模ファンドや主幹事会社のファンドについては、「ニギリ」や「トバシ」<sup>6)</sup>の関係がからんで、山一の顧客企業に対する立場は弱く、交渉は難航を極めた。

#### (e)1990年

特金・ファントラ<sup>7)</sup>全体の残高合計の推移をみると、1985年末は9兆円であったが、86年末には20兆円に達し、87年末には30兆円に膨らみ、ピーク時である89年末には43兆円を記録するにいたっている。この残高合計の50%が株式投資であった。特金・ファントラ残高のうち営業特金の総額は最盛期で6兆円超であったとみられている。小松委員会によると、90年始めにおける山一の事業法人部門の運用金額(大部分が営業特金)は1兆8000億円であり、上記の総額から推定すると、山一の業界全体にしめる営業特金の比率は30%にも達していたことになる。また同委員会は90年末の山一の営業特金口座の評価損は1300億円であったとの報告を行っている。また別の関係者の情報によると、山一の「ニギリ」取引をしていた会社数は最高時には大小あわせて150社位であったとのことである。表1は法人本部が1989年に作成した「ニギリ」に関する明細表の

表1. 「ニギリ」と「含み損」の堆積

(単位: %, 百万円)

証券名	約定等の内容			口座コード	割当 口座別	元年1月	元年1月末	元年12月	2年2月末	2年3月末	2年4月末	3年3月末	4/3迄
	高本	差	額			元本金額	元本金額	評価損益	元本金額	元本金額	評価損益	元本金額	元本金額
清水建設 エス・エス・イー	ニギリ	ニギリ	ニギリ	840-82990	7.00	-	10,000	180	10,000	10,000	1,587	10,000	10,000
				780-82829	8.00	-	10,000	180	10,000	10,000	1,772	10,000	10,000
日本郵船 郵船パナマ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	800-82711	7.00	-	-	-	5,000	5,000	880	4,740	4,740
				780-83140	-	-	-	-	20,000	20,000	8,810	10,820	10,820
				1980-85242	-	-	-	-	10,000	10,000	816	10,435	10,435
レナード	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-83455	7.00	1,800	1,000	47	1,000	1,000	143	1,000	1,000
沖ビジネス	ニギリ	ニギリ	ニギリ	1800-85482	7.00	-	5,000	29	5,000	5,000	994	5,000	5,000
S M K	ニギリ	ニギリ	ニギリ	800-82210	7.00	1,000	1,080	85	1,000	1,000	208	1,000	1,000
伊藤忠商事	ニギリ	ニギリ	ニギリ	800-82430	7.50	7,800	2,040	2	12,400	7,000	474	24,230	24,230
クレフィン	ニギリ	ニギリ	ニギリ	800-82280	7.50	-	2,000	36	2,000	2,000	9	2,000	2,000
				780-82486	8.00	-	30,000	181	-	0	1,391	34,236	34,236
東洋エフエフ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	830-83278	10.00	-	-	-	18,440	18,440	2,545	15,400	15,400
				780-82986	7.20	-	-	-	4,200	4,200	52	11,505	11,505
ニチレイ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	808-83509	8.00	30,000	-	-	20,000	20,000	4,225	23,445	23,445
リファイン	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82809	8.00	-	10,000	20	10,000	10,000	185	3,788	3,788
エヌイー西屋	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82290	7.50	-	815	150	815	815	328	1,000	1,000
新日の産業	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-83620	7.50	2,800	2,800	54	2,800	2,800	317	2,800	2,800
ナカノ総合	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-83110	7.00	1,800	1,800	30	1,000	1,000	23	1,000	1,000
豊田通商	ニギリ	ニギリ	ニギリ	830-83330	8.00	-	5,000	495	5,000	5,000	817	5,405	5,405
				830-83720	8.00	-	5,000	831	5,000	5,000	365	5,964	5,964
M M G	ニギリ	ニギリ	ニギリ	1300-85452	8.20	-	2,000	48	2,000	2,000	350	2,045	2,045
				780-82386	8.00	-	-	-	-	-	-	4,800	4,800
神鋼産業	ニギリ	ニギリ	ニギリ	1290-85452	8.20	-	2,000	30	2,000	2,000	308	2,004	2,004

(注3)

証券名	約定等の内容			口座コード	割当 口座別	元年1月	元年1月末	元年12月	2年2月末	2年3月末	2年4月末	3年3月末	4/3迄
	高本	差	額			元本金額	元本金額	評価損益	元本金額	元本金額	評価損益	元本金額	元本金額
日産リース	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-83150	8.00	-	-	-	10,000	10,000	727	10,774	10,774
川西重機	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82710	8.50	-	10,877	918	3,840	3,840	1,116	2,657	2,657
東フレイマ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-83690	8.40	20,000	10,000	173	20,000	20,000	4,787	20,000	20,000
日立建設	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82730	8.50	-	1,500	29	1,500	1,500	100	1,500	1,500
東武ストア	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82490	8.00	5,500	5,549	177	10,830	10,830	0	1,203	1,203
エヌファ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82380	8.50	10,000	10,000	1,830	10,000	10,000	6,272	10,678	10,678
豊田通商	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82483	+2.0	4,500	-	-	8,880	8,880	1,174	8,063	8,063
ナカノ総合	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82760	+2.0	-	1,000	25	1,000	1,000	37	1,035	1,035
エンクラ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-83141	8.20	-	10,000	1,120	10,000	10,000	3,151	12,500	12,500
トヨタファイナ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	800-835070	7.20	-	10,000	36	10,000	10,000	1,127	10,000	10,000
ケルモ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	800-82810	7.50	-	20,000	770	20,000	20,000	3,578	20,000	20,000
ホロンシティ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82360	8.00	4,000	3,000	83	-	4,000	1,236	6,000	6,000
M G	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82920	8.80	10,000	10,185	1,011	10,185	-	-	17,054	17,054
A G	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82930	8.50	2,500	28,000	2,147	-	4,000	1,438	8,440	8,440
東亜百貨店	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82810	10.00	500	-	-	500	7,447	1,440	27,278	27,278
東洋エフエフ	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-831870	8.50	-	10,000	374	20,000	20,000	1,708	-	-
東洋食品	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-822120	8.00	10,000	0	12	10,000	10,000	3,318	-	-
ダイワ精工	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-83041	-	4,000	4,000	783	4,000	3,756	899	3,453	3,453
豊田通商工業	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82260	-	1,500	1,600	49	1,500	1,500	252	1,524	1,524
東亜三洋電機	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-82130	7.50	3,300	3,000	268	3,000	3,000	1,029	2,859	2,859
カルソニック	ニギリ	ニギリ	ニギリ	780-835470	10.00	10,000	10,000	36	10,000	10,000	1,824	10,000	10,000

出所) 山一証券の資料「顧客別口座運用状況」より複写。

1部(38社分)である。山一と顧客企業との間に交わした「ニギリ」の状況を実感として理解するために添付した。

1990年半ばを過ぎても、山一の営業特金の整理ははかばかしくなかった。行平は整理を断行するためには、強制的に損失を顧客企業に負担させるか、円満裡に損失補填を行うか、あるいはその他の道を選ぶか、いずれにしても早期の決断を迫られることになった。その挙げ句に、行平は一時しのぎにすぎない決断をした。すなわち、ファンドの処理に関しては①顧客と無用な争いを起こさない②肅々と引っ張れ③法人営業担当者の責任にはしない、というものであった。

なお、本章の末尾に、1990年11月に事業法人本部が営業特金の全貌を把握するために作成した一覧表のコピーを参考資料(I-1~4)として添付している。これらの一覧表は「ニギリ」や「トバシ」の実態を具体的に、かつ生々しく現した資料である。

損失補填を法的視点からみると、「証券取引法第50条(3項)」や「証券会社の健全性の準則等に関する省令」においても、取引が実際に行われる前に、損失が発生した場合の補填を約束している場合は法令違反となるが、事後に補填した場合は法令違反ではなかった。従って、89年12月の通達後の補填も法令違反とはいえなかった。何故なら通達は法令ではないからである。つまり大蔵省は証券会社が顧客との間で、契約解除の交渉をする過程で損失補填が行われることを黙認していたと解釈できる。

#### (1)1991年

この年には、山一はストリップス債<sup>8)</sup>を多用して顧客企業の損失を解消していた。この方法は①まず、顧客企業に売却損を確定させると同時にストリップス債を購入させて、これを山一が高値で買い取る②その後、山一は高値で買い取ったストリップス債を同価格で他の客に買い戻し条件つきで売却し、同債券の長期運用で損失を解消していくという方法である。その後ストリップス債の相場上昇も手伝って、徐々ながらファンドの整理が進行していたものの、大口ファンドの整理解消にはつながらなかった。

表2-1. 4大証券による損失補填企業リスト(延べ228法人(実数で196法人)・3個人)  
(単位:百万円)

- 159 -

表2-2.

総補填額1,283億1,600万円, 87年10月から90年3月までの補填 (単位: 百万円)

日本経済	53	山一	中小企業金融機関	(計5,509)	三井・山一証券補填事件関連	(計6,618)	
【味の素】 味の素ファイナンス	50	大和	商工中金 【信用金庫】 京都信用金庫 京都信用金庫 京都信用金庫 石川信用金庫 西武信用金庫	740 計2,770 790 480 174 215 210	山一 大和 日興 山一 大和 大和	フムラ 津村建物 達興ビルディング フュージョン 富悦学園 日本図書社 海南サンアンドシー	2,209 1,292 1,185 945 323 192 182
【丸栄】 栄和ストア	37	山一	徳海信用金庫 桃井信用金庫 伏見信用金庫 富江信用金庫 紀州信用金庫 土浦信用金庫 荒川信用金庫	206 201 166 120 108 70 30	野村 野村 山一 日興 大和 野村 野村	富商 アルムスト ジュット ゼフィルスジェアンデュ	131 63 48 47
不二越 住友重機械工業 旭電化工業	22 15 9	大和 大和 日興					
未上場会社	(計1,426)						
サントリー 医療法人丸山会 麻生セメント 岡山石油販売 石橋産業 九州旅客鉄道 吉村	309 238 233 223 221 110 92	大和 山一 山一 大和 野村 日興 山一	【信用組合】 甲斐信用組合 中津川信用組合 旭川信用組合 東京商船信用組合	計513 352 57 54 50	野村 大和 山一 野村		
銀行およびグループ	(計5,632)		【労働金庫】 ろうきん投資顧問 福岡労働金庫 愛知労働金庫 宮城労働金庫	計1,486 848 500 100 36	日興 山一 野村 日興		
【富士銀行】 芙蓉オートリース エフイーエルベストメント 日本興業 千秋商事 富士紙ファクター	計3,631 1,708 848 544 429 102	日興 山一 山一 山一 山一 山一					
埼玉銀行 【住友信託 (信託リース)】 アイ・エス・エンタープライズ	202 31	日興 野村					
【肥後ファミリー銀行】 肥後ファミリー銀行 肥後ファミリー銀行 肥後ファミリー銀行	計 603 101 201 301	山一 大和 野村	【福岡県信用農協連合会】 福岡県信連 福岡県信連 福岡県信連	計1,122 648 310 164	大和 野村 日興		
【西日本銀行】 西日本銀行 西日本銀行	計 413 103 310	日興 野村	【兵庫県信用農協連合会】 兵庫県信連 兵庫県信連 兵庫県信連	計 471 201 163 107	野村 大和 山一		
十八銀行 新潟中央銀行 福岡銀行 佐賀銀行	200 200 150 67	山一 日興 日興 大和	宮城県信連 佐賀県信連 京都府信連 千葉県信連	452 102 80 80	野村 大和 野村 大和		
岡山県共済連	150	大和					
共済組合	(計7,586)						
【都民銀行】 都民キャピタル	51	日興	公立学校共済 警察共済 地方職員共済組合 全国市町村職員共済連合会 京都府職員共済組合 神戸市職員共済組合 地方公務員共済組合 東京都職員共済組合	3,716 1,446 746 493 371 362 349 103	日興 日興 日興 日興 野村 野村 日興 日興		
証券・生命保険	(計3,924)						
【山一証券】 山一総合ファイナンス 住友生命保険 (変額)	3,612 312	日興 山一	年金福祉事業団 年金福祉事業団	4,941 413	野村 日興		

覚した。このような背景のなかで世論に抗しきれず、91年7月29日に4大証券が損失補填リストを日本証券業協会を通じて公表するにいたった (表2-1、表2-2参照)。91年9月4日には行平の参議院証券・金融問題特別委員会で



の損失補填に関する承認喚問が行われている。

証券不祥事の頻発をうけて、証券取引法第50条の改正が行われ、1991年10月3日に成立し、92年1月1日から施行のはこびとなった。その主たる内容は、証券会社による「一任勘定の禁止」と「損失補填の禁止」であり、その上違反には、「一年以下の懲役または100万円以下の罰金」という刑事罰が科せられるというものであった。

このような環境下、山一では多くの企業からファンド解約の要求が相次ぎ、行平が1990年6月に決定した「顧客企業と争うことなく、粛々と引っ張れ」というファンドの処理に関する方針の続行が困難になる状況にいたった。

### (3)他3社の損失補填の実状

山一以外の3社も営業特金の損失を補填していたことは明白である。しかし他の3社は「簿外債務」による解決策はとらなかった。他3社は、主として以下に述べる仕法によって損失補填を行っている。すなわち、①顧客企業所有の債券を時価より高値で証券会社が買い取った後に、当該企業に安値でその債券を買い戻させ、その差額を損失補填に充当する（山一も、この手法を利用したが、野村は大々的に行ったといわれている）②企業側が裁判所で裁判の上和解に持ちこむか、あるいは民事調停の手続きによって賠償金として支払う（このような場合、証券会社と顧客企業が馴れ合いの上で、裁判に持ちこんだケースが多くみられたとのことである）。すなわち裁判所を利用した合法的補填である③証券会社が法人営業マンによる無断売買であったと主張し、証券事故として処理するなどである。上記②と③に関しては、新証券取引法第50条の3の第3項には、利回り保証をめぐるトラブルを証券事故として裁判に持ちこみ、裁判上の和解をするなり、あるいは民事調停の手続きを踏むなりすれば、損失補填として扱わず、適法とするという例外規定がある。

1991年10月に成立した新証券取引法以前には損失補填は法令違反ではなかったことはすでに述べた。従って、証券会社は損失補填という一種の手切れ金を税務上用途を明らかにしない「自己否認」で処理していたことも多かった。89年

末の証券局長通達もあって、損失補填は90年3月末までに集中して行われていたが、それらは「自己否認」による処理が多くにのぼり、大蔵省証券局の承認の上であったといわれている。そのことを示す事件として、野村の田淵（社長）が、90年6月27日の株主総会で、損失補填に関する株主の質問に対して、「そのことについては全部を大蔵省にお届けしてあります。その処理についても（大蔵省の）ご承認をいただいております」と発言している。この事件は、当時の橋本大蔵大臣の激怒をかったが、むしろ野村の方から、これを契機に大蔵省の証券業に対する護送船団行政からの決別を決意したのかもしれない。そうだとすれば、その背景には、野村はこの時すでに近く訪れるであろう証券市場のグローバル化、ボーダレス化の動きを感じとっていたともいえる。

### （1に関するコメント）

筆者は1978年の山一の定時株主総会において、行平とともに取締役を選任されたいきさつもあり、彼とは入社以来、業務上での共働こそはなかったものの、今でも彼に対して親近感を抱いている。行平は31年に旧満州に生まれ、敗戦後、福岡県に引揚げてきた。両親は農業で生計をたてるにいたったが、貧困な家庭環境であったといわれている。その後、地元の旧制中学に入学したが、学業成績は傑出していたと同時に、性格は親分肌で級友の間で人気が高かったとのことである。

1951年、一橋大学に入り、55年に、当時にあつては証券会社の首位であったことも1つの動機となって山一に入社した。入社後、主として企画室に勤務することになり、その間大蔵省との関係を深めるにいたり、75年に山一の社長への登竜門といわれていた企画室長に就いた。65年の日銀特融による山一の再生以来、山一は大蔵省によって救われたという精神的負荷が、その後の経営を徹底的に大蔵伺候型に傾斜させることになった。そのことが、MOF担としての企画室の社内における影響力を大きく強める要因につながったといえる。

ここでどうしても理解できないことは、決断力をそなえていた行平が、一旦、営業特金の全廃を指示しながら、どうして問題の先送りに終始したのかという

ことである。そのあたりに関する意中を知るために行平に対して、彼の証券取引法違反、商法違反事件に対する東京地方裁判所の判決(2000年3月28日宣告)が決定した後、面談を要求したが、彼から、このあともいくつかの裁判をひかえているため今は会うことができないとの返答があった。したがって、行平が営業特金の解消を一旦決意したにもかかわらず、どうして成しえなかったのかという原因を、山一内・外の関係者から得た意見を参考にしながら私見として以下に検証を試みることにする。

第1は、営業特金問題で顧客企業と争うことによって幹事証券会社の地位を失うことへの恐怖である。それは企業文化としての「法人の山一」が機能不全におちいることであり、とりもなおさず4社体制からの脱落をも意味し、その結果自分が失脚するという自己保身の精神からでたものであると思われる。そもそも、「幹事関係に影響する」という言葉は山一の法人本部の経営に対する「おどし」の常套手段であり、営業現場の経験に乏しい行平は、営業の第一線の問題に対して直接指導する自信がなく、法人本部の言葉を鵜呑みにしていたところに問題の本質があった。

行平はどちらかといえば、わが国のトップ・マネジメントによく見られる、「君臨すれども統治せず」のタイプの人間であったといえる。日本的経営組織の従来からの特徴は、上司に対するロイヤリティのなかで出世を重ねながら取締役になり、トップへの階段を昇るところにあった。山一もその例外ではなく、行平は能力主義を軽視した硬直的人事制度のなかで、忠誠と追従にたけた人物を側近としてとりあげる愚を犯した。そして彼等に囲まれ君臨したなかで、次第に自分の頭で考える経営を指向しなくなっていった。

たとえば、損失補填の問題に対しても、自分の頭で発想すれば、他社はどのような手段で解決をはかっているのかという点に、まず思いをいたし、早速調査を命じて自分の頭で判断を下せたはずである。自分自身で考える経営でないと、社長に集まる情報量が少なくなるということでもある。

第2であるが、オーストリアの精神医学者であるS. F.フロイト(1859～1936)は、その著書のなかで、「人間は46時中、すべての体験を意識している

わけではないが、過去に体験したり、思いついたりしたことで、その気になれば思い出せること」を前知識と呼んでいる。証券会社に長期間勤務していると、その体験のなかで、株式相場というものは、下落を続けていても、必ずどこかで底を打ち上昇に転ずるものであるという、根拠のない信念のようなものが、知らず知らずのうちに意識として定着するようになる。特に、65年の証券恐慌時に山一に在籍していた役職員の脳裏には、相場に関する鮮明な記憶が残っている。それは長期にわたる株式市場の不振のはてに、65年7月から始まった相場の急騰である。当時の政府が財政法第4条発動によって、赤字公債の発行を決定し、積極的な景気浮揚策をとったことによるものである。それは戦後の財政政策の画期的な転換でもあった。

株式相場の真の大底からの急反騰は証券人生にとっても、めったにみられない貴重な体験である。当初、山一の日銀特融の返済計画では18年を予定していたものが、神風ともいえる相場の上昇のおかげで、わずか4年で完済するにいった。行平が「相場はどこかで必ず反転する」と言い続けて「トバシ」行為を中止しなかったのも、過去の体験からの前知識によるものであったといえる。このことが、結果的に問題の先送りにつながり、山一を破綻に追い込んだのであるものと思われる。

## 2. 簿外債務の発生

### (1) ペーパー・カンパニーの設立と簿外債務

#### (a) 2つの会議

1991年の証券不祥事表面化以来、多数の営業特金ファンドからキャンセル要求がなされたが、それに関連して各ファンドに生じている損失の処理をめぐって、顧客企業との交渉が難航していたことはすでに述べたところである。山一は大蔵省の特別検査が91年7月18日から開始されていることを理由に、解決を先延ばしする戦術で対応していた。

そのようななかで、1991年8月24日、ホテルニューオータニにおいて首脳会議がもたれた。その目的は①運用ファンドの正確な現状把握②行平の参議院で

の証人喚問(9月4日に予定されていた)への対応策についてであった(本稿末の参考資料(Ⅱ-1-1)参照)。

出席者は行平(社長)、三木(副社長)、延命(副社長-故人)、高木(専務)、青柳(常務・事業法人本部長)、小西(常務・事業法人営業本部長)、磯(取締役・事業法人営業副本部長)その他含めて10人であった。

この時点での営業特金ファンドの残高は合計額は1兆円超であり、含み損は5000億円であったといわれている。会議において、すべてのファンドを①山一が引きとるもの②顧客企業に引きとってもらうもの③対応を未決定のまま残すもの、の3種に分類した。一方では、今後もしきめなく、すべてのファンドを顧客企業に引きとってもらう努力を最後まで続けることが決定され、顧客企業との交渉は高木、小西、磯の3人が責任者となってあたることが了承された。それをうけて、その後91年末まで顧客企業との折衝が懸命に行われた。

一方、行平と延命は、ひそかに別途、顧客企業に引きとらせることに失敗した場合の処理方針を検討することを考えることにした。その具体策として、延命は木下(企画室付部長・1994年に監査役に就任)に、最終的に山一が引きとらざるをえなくなったファンドの処理スキームの作成の検討を命じた。この木下チームの存在は顧客企業との交渉責任者にも知らされていなかった。

その後、91年11月24日にも首脳会議が、ホテルパシフィックで行われている。その目的は①高木チームの努力の結果にもかかわらず、どうしても顧客企業に引きとらせることのできないファンドの確認②それらのファンドを山一が引きとるために、木下チームが作成したスキームの説明を行うためのものであった(本稿末の参考資料(Ⅱ-1-2)参照)。

出席者は行平、延命、石原仁(副社長)、三木、白井(常務・財務本部長)、小西、高木(顧問、元専務・事業法人本部長)木下の8人であった。

この会議で、木下から「法人ファンドのうち処理できないものが1200億円あり、これをペーパー・カンパニー(以下、P Cと略す)に引きとらせる」というスキームの説明がなされた。それは「有価証券の売買ではなく、金銭消費貸借債務につき、P Cが山一の債務を引きうけることにともなう担保物の返還であ

るから、有価証券は時価でなく簿価で引きとる」という内容であった。これに対して、白井が「会計上問題がある」と反対意見を述べたが、他の出席者は行平の顔色をうかがって、誰一人異議を唱える者もなく、最終的には、行平の決断で了承された。すなわち、含み損が発生している有価証券で顧客企業に引きとらせることができないものについては、山一（形式上はP Cに引きとらせる）が引きとるという案が最終決定したのである。

当日の会議の決定にしたがって設立されたP Cは下記の5社である。なお、P Cを複数開設した理由はP C間で「トバシ」を行うことによって損失が表面化することを避けるために、決算期の異なるP Cを必要としたためである。①日本ファクター株式会社(設立:91.3.22. 決算期:3月末)②エヌ・エフ・キャピタル株式会社(設立:92.2.24. 決算期:11月末)③エヌ・エフ企画株式会社(設立:92.2.24. 決算期:11月末)④株式会社アイ・オー・シー(設立:92.11.20. 決算期:10月末)⑤株式会社エム・アイ・エス商会(設立:92.11.20. 決算期:10月末)である。

#### (b)「引きとり」の内容

最終的には、下記の顧客企業7社が保有していた有価証券を山一(P C)側が引きとり、これらが山一の「簿外債務」となった。なお、最終7社にいたるまでの有価証券の流れについては、参考資料(Ⅱ-1-3~8及びⅡ-1-9の「トバシ」マップ)を本稿末に添付した。たとえば参考資料(Ⅱ-1-9)は原始顧客Aからスタートしたファンドが「宇宙遊泳<sup>9)</sup>」の末に、最終7社のうちの2社に着地する経過を示したものである。

最終顧客企業7社を以下に示すともに、その最終時取引価格、含み損、受け手(P C)を表示した。

①株式会社新日化イ・エム・シー〈新日鉄化学の子会社〉(最終時取引価格 571億円、含み損 385億円、受け手 日本ファクター)

②郵船アカウンティング・アンド・ファイナンス株式会社〈日本郵船の子会社〉(最終時取引価格 335億円、含み損 226億円、受け手 山一エンタープライズ(株)→日本ファクター)

③株式会社毎日の食卓センター（最終時取引価格 53億円、含み損 40億円、受け手 日本ファクター）

④日本農薬株式会社（最終時取引価格 126億円、含み損 86億円、受け手 日本ファクター）

⑤伊藤忠総合ファイナンス株式会社〈伊藤忠商事の子会社〉（最終時取引価格 155億円、含み損 80億円、受け手 日本ファクター）

⑥株式会社東急百貨店（最終時取引価格 265億円、含み損 252億円、受け手 毎日の食卓センター→山一エンタープライズ(株)）

⑦兼松総合ファイナンス株式会社〈総合商社兼松の子会社〉（最終時取引価格 207億円、含み損 140億円、受け手 エヌ・エフ・キャピタル）、である。

すでに述べたように、上記7社はあくまで当初顧客企業であったと同時に、他の多数の顧客企業の最終的受け口座として利用された最終7社という意味であって、過去の全部の取引企業を意味するものではない。

図3の「最終マップ」は最終顧客企業7社と、その受け手となったPCの関係を図示したものである。参考例として「最終マップ」（図3）の最上段にある新日化と日本ファクターのケースについて説明をすると、新日化イ・エム・シーから1991年12月中に4回に分けて、山一のPCである日本ファクターが有価証券を引きとったということを意味している。そして、括弧内の数字は総引取価格が571億円であり、含み損が383億円であったことを示している。

結論として、1992年3月末現在、山一は「最終マップ」（図3）の右下の欄に示されているように、1207億円の含み損を抱え、時価が505億円にすぎない最終顧客企業7社の有価証券（主として株式）を1712億円で引きとったことになる。その後、この含み損は97年11月24日（山一破綻時）には、金利、有価証券の値下がり等が加算されて、1583億円の膨張していた。

(c) 山一が引きとったファンドの法的解釈

山一が引きとった最終7社のファンドは、双方の話し合いによって行われたものであり、その意味では「金銭消費貸借」であるともいえる。いずれにしても、性格の明確でないファンドについて、その性格を明確にするための法的手

(4) 山一が簿外債務として引きとった理由

単位：億円

新日化 EMC (571, ▲383) 1991/12/16, 12/20, 12/26, 12/27

日本農業 1991/12/27 (126, ▲86)

伊藤忠総合ファイナンス 1991/12/27 (155, ▲80)

郵船アカウンティング F 1991/12/20

毎日の食卓センター H4/1/31 (265, ▲252) 1991/12/27 (53, ▲40)

東急百貨店 1992/1/31

兼松総合ファイナンス 1992/3/19

日本ファクター 1991/12/27 (335, ▲226)

エンタープライズ 1991/12/27 (265, ▲252)

日本ファクター 1991/12/27 (265, ▲252)

NF キャピタル

NF 企業

合計 (1712, ▲1207)

出所) 山一証券「社内調査報告書」(引取価格、含み損)

①株価が将来上昇して含み損が解消するであろうという期待があった。

②行平が1991年9月4日に、参議院証券・金融問題特別委員会で証人として、「これ以外に問題のある取引はない」と証言したことによって、本件を訴訟などによって表に出すことができなくなった。

④顧客企業との幹事関係に悪影響をおよぼす恐れがあった。

- 168 -



⑥山一の信用低下によって、顧客の減少が懸念された。

⑦社長をはじめ関係者の責任問題に発展することが確実視された。

1992年6月26日、三木が社長に、行平が会長にそれぞれ就任した。

## (2)東急百貨店とのトラブル

### (a)問題の経緯

株式会社東急百貨店（以下、東急百と略す）と山一は1990年2月より取引を始め、90年7月末、91年1月末、そして91年7月末と東急百の決算期に合わせて、繰り返し「トバシ」を行ってきた。しかし、先述した91年8月24日のホテルニューオータニ会議で、この件に関しては山一は引きとらないという方針を決定し、磯を窓口として東急百と交渉を重ねてきたが難航を続け解決をみなかった。そうするうちに、山一は東急百から92年1月6日付き通知書をうけとり具体的解決案を1月13日までに回答するよう求められた。それに対して、山一は1月13日付き書簡で、既定の方針にのっとり、「本件は通常の証券売買取引に基づくものと認識している」との回答を東急百に送付した。

### (b)大蔵省との関係

1992年1月中旬頃、大蔵省証券局業務課から企画室長に対し、山一と東急百との間の揉め事について問い合わせがあり、小西は業務課長補佐に事情説明を行った。

一方、1月20日頃、山一は東急百の弁護士から、1月27日までに融資未済金とその利息金（年率10%）の合計額318億2737万円の返済要求をうけ、万一返済不能の場合は東京地検特捜部に詐欺行為として山一の代表取締役を告訴すると同時に、報道機関を通じて全容を公開するとの催告状をうけとった。1月22日頃、三木（当時副社長）は単独で大蔵省を訪ね、松野証券局長と面談している。ついでながら、元来、松野は銀行局の経験が豊富で、証券行政には不案内であったことは否めないところである。その場では、三木の記憶によると大要以下の会話がなされたとのことである。すなわち松野「東急百と揉めているそう

であるが、どうするつもりなのか、大和は海外にトバすそうですよ」三木「海外は難しいのではないか」松野「うちの審議官が(そのあたりの事情を)よく知っているので聞いて下さい」というものであった。

(c) 山一の「松野・三木会談」に対する対応

三木は帰社後、早速松野訪問の結果報告のための会合をもった。出席者は、行平、延命、小西、木下、その他若干名であった。従来から「トバシ」は決算の粉飾行為であり、大蔵指導の決算開示方針にも反し、そして損失補填につながるおそれが多分にあるというのが、山一のみならず証券会社の一般的認識であったが、出席者は三木の報告によって、東急百問題を訴訟等によらず、国内・外にかかわらず「トバシ」によって処理するよう大蔵省によって示唆されたと解釈し、東急百と法的に争うことなく、損失を山一が引きとることを正式に決定したのである。

本件に関する損失を東急百に負担させないという山一の意向は、92年1月27日頃、延命から東急百に正式に電話によって伝えられた。その後、1月31日、本件関係の有価証券は東急百から「毎日の食卓センター」を経由して山一エンタープライズが引きとった。

三木によると、事件終了後、日時の明確な記憶はないものの、松野に東急百事件が決着がついた旨の報告を行ったと述べている。三木の記憶にしたがうと、面接時の会話の内容は以下のようなものであった。すなわち、三木「海外にトバすことは資金繰りなどの面で自信がなかったので国内で処理することにした」

松野「ありがとうございます」か、あるいは、「ご苦労さまでした」とされている。三木によると、その後も、1992年1月末か2月初め頃に、大蔵省を訪問し松野に会ったが、その際に松野から「山一にすれば大した数字ではない。一相場あれば解決ですよ。何とか早く解決して下さい」といわれたと述べている。

一方、山一の社内調査委員会は松野と直接コンタクトをとって事情を確認していない。また、松野は衆議院と参議院による聴取のなかで、三木に会ったことは認めているが、「その際には「トバシ」行為についての証取法上の解釈について一般的に説明したにすぎない」と述べている。従って三木の証言が真実で

あると、必ずしも断定することはできない。

## (2)に関するコメント)

### (1)コンプライアンス精神の欠如——2-(1)と関連して——

行平と三木の兩人は、簿外債務の秘匿による粉飾決算、違法配当、損失補填、利益供与など、証券取引法及び商法違反の罪で2000年3月28日、東京地方裁判所のよって、それぞれ懲役刑の判決をうけた。

経営トップの最低限の義務、役割はリーガル・マインドの堅持にあることはいうまでもない。もし山一が正当なディスクロージャーを行っていたならば、少なくとも倒産することはなかったはずである。経営者として、遵法精神の重要性についてどのように認識していたのか理解に苦しむところである。さらに驚くべきことは、簿外債務工作に関与した取締役達のコンプライアンス精神の欠如である。行平の簿外債務実行の決定に誰1人として（白井だけが会計上問題があり公認会計士に問いただす必要があると主張したが、結局押し切られて行平に賛成している）異議を申し立てる者はいなかった。業種を問わず、わが国企業の一般的傾向でもあったが、山一も長年にわたる利益至上主義の経営のなかで、知らずしらずの間に、遵法の精神が失われていたものと考えられる。

日本的経営システムの特徴の1つとして内部昇進制度がある。山一のみならず、わが国の多くの企業では、昇進の過程で、上位管理者になるにつれて昇進の基準があいまいになっていく傾向がある。一方、わが国では強固な株式持合制度にまもられて、最高経営者の権力が絶大なものとなっている。したがって取締役といえども、最高経営者に対する追従と迎合に専念することによって自己保身をはかることになりがちである。

上記のような経営環境のなかでは、常務会であれその他の経営会議体であれ、最終決定権は最高経営者のみが有し、副社長以下の人事権を握っている最高経営者の意向に反する意思表示は事実上できない経営システムが構築されている。山一はその典型的な経営組織体であり、簿外債務の問題も、つまるところ硬直的なピラミッド型階級組織から生じたものであるといえる。

(2)大蔵省依存体質——2-(2)と関連して——

1991年11月、証券取引法が改正されて、92年1月1日から事後的な損失補填が違法となった。これによって、これまでも違法であった事前の利回り保証の法的意義が生かされることにつながった。ただし、適法に処理する方法として、証券事故として裁判で和解するか、民事調停法による手続きのなかで処理することが可能であったことは前述したところである。

そもそも常識的に考えると、この種の問題は企業（山一）の経営体が自主的に処理を判断すべきものである。三木が松野から呼び出しをうけたのか、自ずから自主的に大蔵省を訪問したのかは不明であるが、潜在的に証券局の腹を探りたい、その上でできれば指導を仰ぎたいという意図があったものと思われる。これは山一の大蔵依存型体質の伝統を受け継いだものであり、三木の証券局に対する甘えの精神的構造と企画室時代におけるMOF担としての自負の気持が働いていたといっても、あながち間違いではないと思われる。片方では、大蔵省などの検査で不審な点について質問をうけた場合に、証券局長に相談していると弁明できるようにしておきたいとの考えがなかったとはいいきれない。東急百事件は、長年にわたって醸成されてきた山一の大蔵省依存型体質を浮き彫りにしたものであるといえる。

ここで、東急百事件の本質を理解するために、大蔵省と山一の歴史的関係に触れることにする。

1960年代の証券不況期に、証券会社の収益性のあり方や経営の安定性についての問題点が表出したのを受けて、65年10月施行の改正証券取引法によって証券業者の開業が、これまでの登録制から免許制に移行したのは周知の事実である。免許制の実施により、証券会社の経営基盤の強化や社会的信用の向上がみられ、投資家保護の育成につながったが、一方では、大蔵省の護送船団方式による事前調整型証券行政ならびに強大な許認可権をもつ裁量行政が行われることになり、それがわが国独自の社会風土とビジネス文化のなかで官と証券4社の癒着関係を生み出すことになった。官の強大な権限のもとで、4社のもつ既得権益は大蔵省によって保護され、それが官僚の天下りなどの特権や官僚の汚

蔵といった腐敗につながり、そのことが、また4社の便益を生むといった負の連鎖をつくりだした。

とくに、山一は証券恐慌時に日銀特融をうけたという精神的負荷と新生山一の出発にあたって、1968年4月から実施された免許制の第1号免許を取得したということも手伝って、山一の経営は徹底的に大蔵省伺候型のものとなった。もちろん、他3社も裁量行政のなかで、大蔵省の顔色をうかがう姿勢を高めていったが、山一のそれは他社と比較して異常なものであった。

日銀特融(1965.5)後の山一社長の系譜、すなわち、植谷(東大・投資信託部・MOF担)→横田(東大・企画室・MOF担)→行平(一橋大・企画室・MOF担)→三木(東大・企画室・MOF担)をみても大蔵省密着型の経営姿勢が明確である。このような流れのなかで、山一の経営体に、大蔵省は山一がどのような事態になっても必ず救済してくれるという信仰にも近い考え方が強く根付くと同時に、それがために、経営に関する重要事を独自で考えて判断する能力を弱めていった。一方、大蔵省側にも、免許制のなかで、一旦免許をあたえた証券会社を、面子上倒産させることができないという自縛的思考があり、それに対して世間や業界にも、証券会社になにかあっても当局がなんとかしてくれるだろうという期待があったことは否定しえない。

### (3)松野証券局長の心境—2—(2)と関連して—

1980年代に入ると、わが国の証券市場をとりまく環境に激変が生じはじめていた。その1つに、開国化の動きがある。アメリカは東証会員権の具体的開放をわが国政府に対し強く迫っていたが、それに抗しきれずに85年6月の日米円・ドル委員会で「対外開放」を決定し、東証は同年9月に外国証券会社6社に会員権を付与した。その後のさらなる外圧に屈した当局と東証は、88年5月以降、新たに外国証券会社16社を新東証会員に迎えることになり、なしくずし的に垣根は取り除かれ、わが国証券市場の国際化は一挙に進展するにいたった。松野は、このようなグローバル化の真っ只中で証券局長に就任している。洞察力に富んだ松野は、わが国証券市場の競争制限的な大蔵行政の枠組みのなかでは、証券会社の生きて行けない時代が到来することを十分に予見していたと考えら

れる。

筆者は1990年頃、外資系証券会社に在籍時と、その後の外資系投信会社の設立に関与した時期とに数回、松野と面談する機会があった。その時の雑談のなかで、たまたま証券会社のコーポレート・ガバナンスについて話題が及んだことがあった。そのなかで彼は、今後の証券会社経営は、従来の官まかせであったコンプライアンスに関する認識を改め、社内のコンプライアンス体制の確立が必要であり、そのことは証券会社の不祥事や事故の防止に対する証券会社の自己管理能力の重要性を意味するものであると力説していたことを記憶している。その時の松野の言説からみて、松野が東急百問題で三木に伝えたかった真意は、大証券会社の経営者として、自社に関する問題は自分で経営判断すべきことであり、好むと好まざるとにかかわらず、大蔵省が関与したり指示をする時代ではなくなりつつあるということであったのではないと思われる。

#### (4)大蔵省の責任問題——2-(2)と関連して——

かつて、証券局に企業財務課があった。企業財務課の業務は、上場・公開企業の企業会計基準を設定するとともに、公認会計士を監督することによって、企業に対して正しいディスクロージャーを行うことを指導するところにあった。企業会計基準からみると、山一の「潜在的な損失補填等」は山一の簿外債務に相当し、したがって偶発債務として山一の貸借対照表に注記する必要があった。「トバシ」を続けることは、山一が、たとえ将来証券事故として法的に処理するとしても、山一の経営にとっては不健全であることには間違いなく、証券局は山一の経営の健全性を監視する義務があったといえることができる。したがって、すくなくとも松野が三木と面談し「トバシ」のことに触れた以上、松野は企業財務課を通じて中央監査法人に、山一の「潜在的な損失補填等」を偶発債務として山一の有価証券報告書に注記するよう指導する立場にあったものであり、それを行わなかったのは、山一の破綻の原因につながったという解釈もできる。また三木の松野訪問が三木の意向によるものでなく、松野が三木を召喚していたとするならば、松野が山一の「トバシ」を単純な「現先取引」として認識していなかったのではないかという、疑問が残るところである。

もし、山一が1992年3月決算で、「潜在的な損失補填等」を偶発債務として山一の有価証券報告書に記載していたならば、証券事故として、法的に処理せざるをえなくなっていたのではないかと考えられる。そうだとすれば当時の山一の自己資本額から見て破産するにいたっていなかったという仮説が成り立つといえる。

一方、見方を変えれば、松野は山一と東急百との間の「トバシ」について、何等かのトラブルがあることは漠然と知っていたと想像されるが、多忙な証券局長が1企業の個別案件の詳細に踏みこんで調査することは不可能であったとも思われ、たとえ山一が東急百に損失補填を約束していたとしても、損失事故として処理することが違法でなかったことを考えれば、山一が「トバシ」を損失補填として利用していたことを松野が承知していたとする証拠を見出すことは困難である。

### 3. 簿外債務の実体と管理

#### (1) 簿外債務のストラクチャー

##### (a) P C間のトバシ

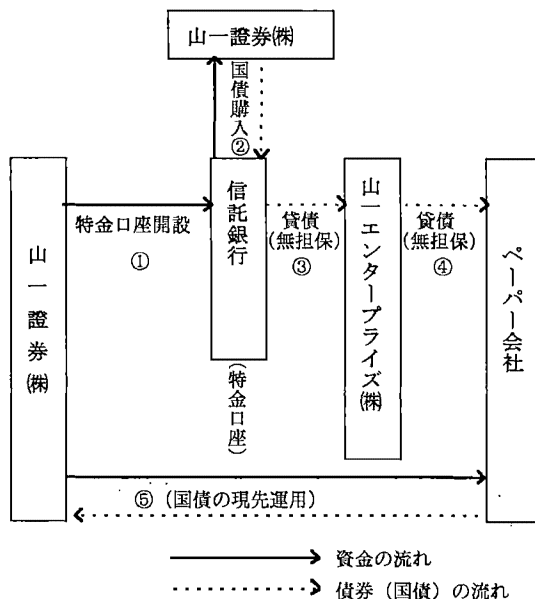
先述したように、山一は1991年12月から92年3月にかけて、P C 3社（日本ファクター、エヌ・エフ・キャピタル、エヌ・エフ企業）に最終顧客企業七社の含み損を抱えた有価証券を引きとらせた。P Cは92年11月に、さらに2社設立（アイ・オー・シー、エム・アイ・エス商会）され、合計5社となった。含み損のある有価証券はこれらの5社により山一が破綻するまで管理されたが、その間、これらのP C間においても引き受けた有価証券のトバシが行われた。P C間のトバシの目的は各P Cの決算期の違いを利用して各P Cの負債総額が200億円以上にならないように操作するためであった<sup>10)</sup>。なお、本章末の参考資料（Ⅲ－1）によって、P C 5社の引きとった有価証券の簿価計、時価計、評価損益計の時系列的動きを把握することができる。

##### (b) P Cの資金調達

P C 5社は、まず山一から国債の貸付けをうけて、山一に売り現先を出す方

法で簿外債務の管理に要する資金の調達を行った。当初、P Cは無担保で山一から直接、国債の貸付けを受けていたが、92年9月以降は、山一の特金口座を利用した間接的な国債貸付という方法がとられることになった。特金を利用した貸債のスキームは図4に示されている。こうした過程で、貸債契約の更新や現先のジャンプが行われるたびに、金利相当分が資金に上乗せされる。この結果、期間の経過につれて、必要資金調達が増加し、含み損の金額は殖えていくのである。

図4. ペーパー会社の資金調達



## (2)93年大蔵省検査と経営改善計画

### (a)「経営改善計画」提出の大蔵省指示

1993年2月になって、大蔵省の定例検査(以下、93年大蔵検査と略す)が山一に対して行われた。その検査結果の通知前の同年6月24日、三木は小川(証券局長)と面談している。この訪問は、小川が退任(後任として、日高が証券局長になった)するに際してなされたものであるが、面談に山一の藤橋(企画室長)と証券局の山本(証券業務課長)が同席した。

この席上、小川より山一に対して下記の所見が述べられた。すなわち、①かねてから、山一の経営状況に注目してきたが、改めて、官房検査の実情を聞き山々しき事態であると認識している②まず本体の立て直しが急務であり、その後グループ各社のあり方を真剣に検討してほしい。4社とか総合証券会社の枠にとらわれずに再建計画を策定して、9月末までに報告されたい③山一は大企業の上場会社であり、かつ1万人の従業員を抱えており、本当に大丈夫なのか



心配である④過去のものについては、腐った部分は切り捨てるとともに、経常的経営についても、シビアな経営をしてほしい。無責任な経営では、大蔵省も免許を与え、監督責任があるので困ることになる⑤過去の損失の処理と現実の収益力から判断して、あらゆるものをかなぐり捨てて建て直し、業容を縮小するなら相当思い切った方針が必要である⑥大蔵省としても危機感をもっている。世間を騒がせることのないよう３ヶ月の時間を与えるので具体的な再建策をつくってほしい。ビジョンでは飯は食えない、といったものであった。

この後、別室で山本から以下の話があった。

①大蔵省の山一に対する問題意識として、各種財務指標からみて、その１は1994年３月期の配当の問題、その２は転換社債の期限前繰上げ償還の問題である②証券業務課として、今後の山一の収支見通しおよび資金繰りをみても、担保物権や顧客預かり金などを除いた純然たるフリー資金という視点に立つとかなりの低水準である。このようななかで山一が設立を希望している信託銀行子会社が持てるのかどうか疑問を感じる③会社全体の経営管理体制をみても、４社という観点からみて問題がある。モーゲージ問題<sup>11)</sup>や法人営業についての証券取引等監視委員会<sup>12)</sup>への対応をみても、経営全般の問題意識が低い④山一ファイナンス株式会社（以下、山一ファイナンスと略す）の不良債権処理について、山一グループ会社の、含み益を活用するにしても、色々な問題があるのではないか⑤シビアな視点に立って会社のあるべき基本的方策、いわば山一グループの経営再建策を早急に報告されたい⑥証券取引等監視委員会の検査結果はまだ確定をみていないが、行政として危機感をもっている。法人営業について、とくにストリップス債の帰属について、はっきりしないと大変なことになると思われる、などであった。

#### (b)「経営改善計画」策定の経緯

大蔵省が要求した「経営改善計画」の策定にあたっては、簿外債務も検討対象にすべきであるとの企画室長の判断から、オフ・バランスの簿外債務も記載された資料が作成された。

1993年８月13日、「経営改善計画」に関する会議がもたれた。出席者は白井

(専務)、蓮(取締役・経理部長)、川添(取締役・企画担当)藤橋(企画室長)、渡辺(資金部長)ほか3名の計8名であった。担当者より、経理上表出していない特金、P Cの含み損、海外の表面化されていない損失、商品部に現存する損失、山一ファイナンスの不良債権など総額6000億円にのぼる山一グループ全体の含み損について説明が行われた。しかし、会議での結論はあいまいなものであり、さしあたってオン・バランスの部分だけに対応するという雰囲気なかで終わった。藤橋は後日になって、いみじくも、「山一特有の結論でないファジーなままの会議であった」と述懐している。

#### (c)「経営改善計画書」の提出

大蔵省からは1993年9月末までに提出するよう指示をうけていたが、山一が「計画書」を提出したのは93年12月3日であった。「計画書」にはP Cや海外の含み損については触れられておらず、従って「計画書」は簿外債務は存在していないことを前提としたものであった。「計画書」のなかの「計画の前提」の項目には、「現状の経営規模を前提として経営の再構築をはかることとした。経営規模のドラステックな縮小という手段により、経営内容の改善をはかることも一つの選択肢ではあるが、この方策は①営業力、信用力の低下によって業務展開の後退を招く②顧客の離散による営業基盤の弱体化をもたらす③わが国の経営風土や労働慣行に鑑みると、店舗や人員の大幅な削減を一時に断行することは現実的ではないことなどから、今回の計画の対象とはしがたいものと判断した」と記述されている。

一方、「計画書」では、山一ファイナンスについても言及されていて、山一ファイナンスには不良貸付金の処分損が880億円、特金含み損が120億円、合計1000億円の要償却資産があること、これを同社の増資及び山一土地建物株式会社の保有資産の含み益充当などにより、今後10年計画で償却する旨の記載がある。

一方、「1993年大蔵検査」の結果、同年10月13日付け「示達」において、大蔵省から山一ファイナンスの問題が指摘されていた。山一は93年12月15日付け「示達回答書」で「改善計画書」よりも更に詳細に山一ファイナンスの1000億

円の償却スキームを述べている。このようにして山一ファイナンス問題が表面化することになり、以後山一においては山一ファイナンス問題が経営の中心議題になることにより簿外債務の問題は後回しされるようになった。

(d) 山一の業績不振と企画室の対応

①表3は、山一の財務指標(1988年9月期から97年3月期に至る期間)を示したものであり、表4は四社の経常損益(1989年3月期から96年3月期に至る

表3. 山一証券の財務指標 (単位 100万円)

回 決	算 年	次 月	第48期 1988年9月	第49期 1989年3月	第50期 1990年3月	第51期 1991年3月	第52期 1992年3月
営 業 収 益			431,216	265,785	573,501	360,175	231,384
(うち受入手数料)			(376,792)	(220,608)	(467,146)	(247,022)	(172,366)
経 常 損 益			143,238	108,284	233,659	67,553	△ 36,514
当 期 純 損 益			76,525	46,015	98,047	38,638	△ 53,236
資 本 金			91,535	92,426	125,446	126,250	126,558
(発行済株式総数)			(1,168,836)	(1,170,989)	(1,205,823)	(1,208,069)	(1,208,476)
純 資 産 額			555,727	589,239	745,565	769,251	700,093
総 資 産 額			2,739,835	2,866,912	3,418,918	3,853,412	2,710,244
自 己 資 本 比 率			33.8%	34.4%	36.3%	32.5%	39.8%

回 決	算 年	次 月	第53期 1993年3月	第54期 1994年3月	第55期 1995年3月	第56期 1996年3月	第57期 1997年3月
営 業 収 益			188,727	236,211	162,659	224,238	210,837
(うち受入手数料)			(126,270)	(179,367)	(143,576)	(151,319)	(163,316)
経 常 損 益			△ 37,360	17,867	△ 50,630	15,127	1,220
当 期 純 損 益			△ 44,692	20,373	△ 52,586	15,895	△ 164,763
資 本 金			126,582	126,606	126,606	126,607	126,607
(発行済株式総数)			(1,280,567)	(1,208,656)	(1,208,656)	(1,208,659)	(1,208,659)
純 資 産 額			646,385	660,764	602,034	614,305	443,418
総 資 産 額			2,656,739	2,786,694	2,822,158	2,765,725	3,151,899
自 己 資 本 比 率			34.2%	35.2%	33.5%	33.5%	23.0%

第49期は、決算期の変更に伴い6ヶ月間(出典)『有価証券報告書』

表4. 四大証券会社の経常損益 (単位 千円)

	野村証券	日興証券	大和証券	山一証券
1989年3月期	246,602,095	128,194,256	156,117,496	108,284,797
1990年3月期	488,872,809	260,451,816	313,152,872	233,659,071
1991年3月期	233,531,507	72,947,804	119,302,288	67,553,601
1992年3月期	44,101,413	3,142,720	9,309,494	△36,514,311
1993年3月期	2,376,038	2,532,739	△7,266,422	△37,360,073
1994年3月期	50,687,738	35,015,443	△52,032,611	17,887,631
1995年3月期	6,797,835	△19,252,812	△24,903,747	△50,630,735
1996年3月期	91,489,426	65,012,944	62,558,511	15,127,351

(出所)『大蔵省証券局年報』

期間)の推移を表したものである。これらの数字を通じて山一の、あるいは4社比較における山一の経営状況の悪化傾向を読みとることができる。そして、結果的に93年12月に大蔵省に提出された「経営改善計画」の見込み数字と大幅な下方への乖離が生じている。

現状に危機感をもった藤橋は副社長会用の検討資料を作成した。その概要は、①1996年、97年各3月期決算への対応についてであり、その内容は情報開示、会計基準改正、転換社債償還問題(97年3月期までにわたって3期連続赤字の決算になった場合は一括償還しなければならない)、100周年記念に対する株主への還元策など②95年に予定されている大蔵省検査への対応③人員削減、給与減額などのリストラ計画等の項目からなりたっていた。しかしながら、相変わらず簿外債務については触れられておらず、検討資料としては不十分なものであった。この資料を中心に、95年7月14日の副社長会で検討がなされたが、簿外損失については白井より口頭で述べられはしたものの、例によって会議はあいまいなままで終了した。

②簿外債務の開示を避け続けている経営上層部の態度に不信感を抱いた藤橋はすべてをディスクローズした上で議論を尽くし経営対策を決定する必要があると考えて、常務以上の取締役を対象とした2日間(1995年8月5日～6日)にわたる合宿会議を計画し、三木に進言したが、三木から簿外債務の処理は収益の拡大で解決すべきであり、今、簿外債務を償却すれば自己資本比率の大幅な低下を生じるとの指摘があり、結局藤橋計画は実現するにいたらなかった。

#### (c)山一ファイナンス問題の決着

話は前後するが1995年11月より96年2月にかけても、大蔵省大臣官房金融検査部及び証券取引等監視委員会による定例検査(以下、「95年大蔵検査」と略す)が実施されている。その結果、大蔵省より出された「示達」(96年7月9日付け)において「現在再建中の山一ファイナンスについては、不良債権と認識していなかった貸出金の不良化ならびに担保不動産価格の下落により、営業貸付金の回収不能見込額が大幅に増加している。また再建計画上、山一土地建物(株)からの支援金拠出が柱とされているが、不動産価格の下落等により、当該支援

金拠出は今後困難と見込まれるなど、すでに再建計画は機能しない状況にある。したがって、このような厳しい状況を踏まえて今後の対応方針を速やかに検討する必要がある」との指摘をうけた。これをうけて、山一では96年の後半、関連部署でたびたび会議がもたれた。

山一ファイナンスの償却問題に関連して、1部の関係者から、「山一本体の簿外債務の償却が先決である」あるいは「P Cの含み損は山一の債務となるのであるから山一ファイナンスの償却は山一本体の償却と合わせて行わなければ会計上問題がある」という意見がときおり周囲の目をはばかりながら出されはしたが、もちろんその方向に議論が進むはずがなかった。

1996年12月、山一ファイナンスの償却を実行するための具体的方法について話し合う経営上層部による会議が行われた。その結果、96年12月25日の取締役会で、山一本体の簿外債務の存在すら報告されないまま、山一ファイナンスに対する1500億円の支援のための承認決議が行われ決定された。この取締役会の決議にもとづき97年3月31日までに、山一ファイナンスに対する1500億円の支援が実行された。

### (3)1993年大蔵検査

#### (a)1993年大蔵検査の経緯

1993年2月から3月にかけていわゆる「1993年大蔵検査」が実施されたことは既に述べたところである。この検査にもとづき山一に対して、①大蔵省大臣官房金融検査部長及び大蔵省証券局長名の93年10月13日付け「示達」(3-(2)-(c)にて既述)②証券取引等監視委員会委員長名の93年10月22日付け「検査結果通知書」③大蔵省証券局長名の93年11月15日付け「改善指示書」が交付されている。

それに対して山一は、三木社長名で①大蔵省大臣官房金融検査部長及び大蔵省証券局長に1993年12月15日付け「示達回答書」(3-(2)-(c)の項にて既述)②大蔵省証券局長に94年1月27日付け「改善報告書」(「検査結果通知書」及び「改善指示書に対する回答」)をそれぞれ提出している。

表5. パーパー会社の既発債売買高(94年2月~95年1月)

(百万円)

日本ファクター		エヌエフキャピタル		エヌエフ企業		エムアイエス商会		アイオーシー	
買い	売り	買い	売り	買い	売り	買い	売り	買い	売り
38,270	38,000	10,000	9,000	10,000	10,000	31,340	31,100	0	0
3,800	37,200	20,000	11,000	10,000	10,000	31,100	29,000	0	0
37,200	32,000	10,000	10,000	19,850	19,850	120	31,340	合計	0
12,000	38,270	10,000	20,000	40	20,000	29,000	120		
40,000	12,000	20,000	20,000	28,000	1,100	91,560	91,560		
10,000	40,000	20,000	10,000	1,100	19,500	合計	183,120		
31,000	10,000	20,000	30,000	21,550	21,550				
32,000	31,000	9,000	20,000	60	40				
25,200	25,200	11,000	40,500	40	40				
27,000	27,000	34,600	34,600	40	60				
15,000	15,000	40,500	11,000	19,500	40				
26,100	26,100	11,000	30,000	20	9,000				
10,000	5,000	420	19,800	4	10,000				
3,000	3,000	19,800	34,600	9,000	20				
5,000	10,000	18,800	41,300	10,000	4				
18,150	18,150	34,600	11,500	30	9,000				
160	5,000	30,000	18,600	9	10,000				
5,000	3,900	13,600	20,000	9,000	30				
3,900	5,900	100	14,900	10,000	9				
5,900	5,000	80	40,000	130	17,000				
5,000	17,900	11,080	100	2,100	2,100				
4,840	4,640	70	80	40	130				
15,000	15,000	40,000	13,900	5	40				
85	160	37,700	70	17,000	5				
160	180	13,900	10,000	500	17,000				
160	85	13,800	10,100	17,000	500				
17,900	160	20,000	20,000	177,018	177,018				
150	5,000	14,900	16,000	合計	354,036				
3	12,500	250	3,700						
5,000	150	20,000	30,000						
12,500	5,000	16,000	14,000						
180	12,500	130	27,000						
1,220	2,100	30,000	20,000						
5,000	36,000	14,000	250						
12,500	180	27,000	36,000						
2,100	1,220	20,000	2,000						
770	30,000	210	30,000						
59,500	5,000	2,000	14,000						
110	7,000	460	27,000						
8	20,000	4	20,000						
4,110	770	36,000	130						
2,350	3,800	520	210						
3,800	59,500	41,100	36,000						
300	300	30,000	460						
330	6,000	14,000	4						
38,000	4,110	27,000	41,100						
840	2,350	20,000	520						
30,000	110	33,500	7,000						
5,000	8	5,000	10,000						
7,000	330	13,000	33,500						
20,000	38,000	40,000	5,000						
50	30,000	7,000	13,000						
1,000	5,000	10,000	40,000						
100	7,000	7,000	7,000						
6,000	20,000	10,000	10,000						
38,000	840	908,924	944,924						
30,000	50	合計	1,853,848						
5,000	1,000								
7,000	100								
20,000									
703,548	737,743								
合計	1,441,289								

出所) 山一証券「社内調査報告書」

出所) 山一証券「社内調査報告書」

#### (b) 虚偽資料の提出

「1993年大蔵検査」の調査対象となった事項に関連する部・課の担当者は簿外債務の発覚を恐れて、大蔵省に虚偽の資料を提出した。その内容は以下のとおりのものである。

1993年大蔵検査のなかで、山一は、大蔵省から「既発債売買高上位法人顧客20社のリスト」(以下、「上位者リスト」と略す)の提出を要求された。表5の合計額が示すように、PC4社の取引高が極めて多いため、事実を記載すると参考資料(Ⅲ-2-1)が示すように、PCが上位者リストに登場することになる。「上位者リスト」にPCの名が記載されると極めて不自然であり、大蔵省が、より詳細に調査をすると、PCを利用した山一の「簿外債務」が発覚することになる。したがって山一は、大蔵省提出用のリストにはPCの名を記載しないことを決め、PCの名前を除外した手書きの虚偽の「上位者リスト」(参考資料)(Ⅲ-2-2)参照)を大蔵省に提出した。

#### (c) 「改善報告書」への虚偽事実の記載

①1993年大蔵検査の「改善指示書」の「1. 特定法人顧客にかかる不適切な取引の受託」という項目で、「法人営業において、特定法人顧客からの要請に応じた山一にリスクが生じることとなる不適正・不適格な取引が次の通り認められた……、特定法人顧客の要請をうけ、当該顧客と他の顧客との直取引の仲介を行っている」と指摘されている。

この「不適正・不適格な取引」の具体的内容として、「検査結果通知書」の4ページには「特定法人顧客にかかる直取引の仲介について」という項目の下に以下の指摘がなされている。「顧客Cは山一の主要法人顧客であり、1992年3月期までは相当規模の株式取引を行っていた……。1991年2月にCから山一法人本部第3法人部長に対して、資金繰りのためにCが山一で買い付け山一に保護預けされている株式(3銘柄、383万1000株、簿価145億円、評価損68億円)について実現損を発生させずに一時的に保有してくれる客先を紹介して欲しい旨の要請があり、山一は法人顧客である郵船アカウンティグ・アント・ファイナンス(以下、郵船アカウンティグと略す)を紹介し、91年2月19日にCが後日買

戻すことを条件に双方の合意にもとづき、市場外の直取引の仲介を行っている。この直取引は時価と大幅に乖離する価格で行われており、この結果、買取りを行った郵船アカウンティグは多額の評価損を抱えることとなっている。」

「また、山一は同時期に顧客NからもCと同様な要請をうけ、Nが所有する株式（3銘柄、149万9000株、簿価27億円、評価損15億円）についてもその買取先として郵船アカウンティグを紹介し、直取引の仲介を行っている。」「しかしながら、C、Nともその後の資金繰り難から、当該取引にかかる株式の買い戻しが履行されないまま、最終的には1991年12月郵船アカウンティグが山一の保護預かりとなっていた当該株式を出庫したまま現在にいたっている。郵船アカウンティグによれば、出庫した株券はその後、郵船アカウンティグが市場に適正に処分したとしており、処分についての実現損（損失額は不明）についても現在までのところ山一に対し特段の請求を行っておらず、また上記一連の取引に関連して山一から郵船アカウンティグに対して利益供与ないし損失補填を行ったという事実は認められていないが、このような不透明な取引の仲介を行った山一の営業姿勢は取引の公正確保の観点から極めて問題がある。」

②山一は、上記の事実に関し「改善報告書」の2ページの「直取引の仲介について」の項目において、「山一としてはCからそれまで相当規模の取引を得ていたことから、郵船アカウンティグを紹介し、顧客双方の合意のもとに1993年2月に直取引が行われたものであります。その後、郵船アカウンティグは取得株式を自身で処分したものと聞いております。」と虚偽の事実を記載して「簿外債務」の発覚を逃れようとした。

③事実は、郵船アカウンティグが出庫した株券（CとNから直取引によって、時価と大幅に乖離する価格で買い取ったもの）は、1991年12月20日、郵船アカウンティグから山一エンタープライズ(株)経由でP C（日本ファクター）が引き取り簿外債務となった。

#### (d)証券取引等監視委員会への虚偽報告

1993年10月15日、証券取引等監視委員会から山一に対して「93年大蔵検査において確認された取引以外の取引で、現に山一の事業の負担となっており、ま



たは将来山一の事業の負担となるおそれのある「トバシ」取引その他の簿外債務の有無及びある場合にはその内容」についての文書による質問をうけ、10月21日までに文書による報告を行うよう指示された。

これに対して山一は三木(社長)名で、1993年10月21日、「現在または将来当社の事業の負担となるおそれのある「トバシ」取引その他簿外債務はないことを確認しましたので、この旨お答え申し上げます」という虚偽の回答を行っている。

### (3に関するコメント)

#### (1)1993年大蔵検査について

結論的にいえば、大蔵省は山一に対して適切な検査を行なっていたとは、とうてい考えられない。それが故意によるものなのか、過失であるのかは不明である。検査が不適切であったと判断される理由として、次の3点を指摘しておきたい。

第1は、大蔵省より命じられた「既発債売買高上位20社リスト」の問題である。山一はリストの提出を命じられた際、簿外損失についての疑念を抱かれることを恐れて、PC5社の名前を除いた虚偽のリストを提出していることは先に述べた。それは手書き(参考資料Ⅲ-2-2)であり、しかも提出者は法人営業第2部という営業を担当している当事者である。常識的には、当局へ提出するような文書やリストは、手書きではなく、一定の形式をそなえた上で、タイプされたものか印刷されたものであるべきであるし、公正な法人営業部以外の第3者によって作成されて提出されていなければならない。検査の専門家ならば、これに対して何等かの“うさんくささ”を感じ、さらなる精査を命じるとともに、自ら先頭に立って調査すべきであった。なおさら、この時期が山一の経営に関して、すでに世間で疑問がもたれはじめていたことを考えると、通常要求されるべき検査義務を怠っていたといえることができる。

第2は、「郵船アカウンティング」の問題である。この事件の最も核心の部分は、事実としては郵船アカウンティグが在庫した株券が、1991年12月20日、郵船アカウンティグから山一エンタープライズを経由してPCである日本フ

グターが引きとり簿外債務となっていたのであるが、大蔵省はこの流れをつかむことができなかったところにある。すなわち、大蔵省は「郵船アカウンティグによれば、出庫した株券は……市場で適正に売却したとしており……」「山一に対し特段の請求もしておらず……損失補填を行ったという事実も認められない」として、一切、郵船アカウンティグが山一から出庫して引きとった株式の行き先についての調査を行わなかった。山一もこれに対して、「郵船アカウンティグは自身で処理したと聞いております」という虚偽の報告を行っている。

プロの検査というものは、最後の突っ込みが最も重要であり、それを怠ったのは大蔵省の検査官が未熟であったのか、あるいは山一のトバシを深く調べれば引っ込みがつかなくなるので、深追いをしたくなかったかのどちらかである。大蔵省が山一のトバシの実態を知れば、それをどうやって穏便に収めるかに苦慮するから深追いをしなかった、という説が信憑性を帯びてくる<sup>13)</sup>。

山一の問題とはなれて、これまでの証券検査が適切に実施されてこなかったとの指摘がよく聞かれるが、その根本には「証券検査マニュアル」が完備されていなかったところにある。検査マニュアルは、検査を適切かつ効率的に行うための検査官が参考にすべき手引であるが、市場関係者の意見を踏まえてマニュアルを策定し、その内容を公表するというシステムの構築がなされていなかった。もちろん、それと並行して証券会社側のコンプライアンス体制の確立が必要であったことはいうまでもない。

第3は、山一の特金口座の問題である。山一は1992年8月31日付けで、クレディ・スイス信託銀行と安田信託銀行に特金口座を開設していた。それらの特金の存在は山一の有価証券報告書にも記載されていて、その残高合計は93年3月期末で2439億円であり、そのピーク時の95年3月期末には2900億円に達している。証券会社が巨額の特金を運用すること自体、異常なことである。

山一は特金口座を利用して、P Cの資金繰りをつけていたことは前述したところである。大蔵省の検査官が山一の特金口座の存在を知らなかったはずはない。かりに、特金口座に気付いていなかったか、あるいは検査のなかで発見できなかったとすれば、大蔵検査とは何であったかを改めて問い直す必要がある。

以上、推測も交えて、大蔵省が山一に対して適切な検査を行っていなかった理由を3点にわたって述べてきたが、かりに3点のうちのどれか1つにでも、より突っ込んだプロ的検査を行っていれば、その時点で山一の簿外債務が表面化していたことになり、逆説的にいえば、その結果山一は破綻を免れていたものと思われる。

## (2) 山一リバイバルの機会の喪失

1993年6月、小川（証券局長）の退任に際して、三木は小川と面談している（3-(2)-(a)参照）。その場での小川の三木に対するアドバイスはまことに炯眼に満ちたものであった。要約すると、「山一の経営状況はまことに由々しいものと認識している。この際、過去の腐ったものを切り捨て、シビアな経営をして欲しい。あらゆるものをかなぐりすてて立て直し、縮小するなら思い切った方針が必要であり……」という内容であったことは前述したところである。この言葉を三木がどのように感じ、解釈したかを知りたいところである。

F. M. ドストエフスキー(1821~81)の「途方もない公式」という国家論があるが、これを拝借し企業論に置き換えると、「ある種の震撼をうけた企業は、立ち直るためには、現在いかに失われるものが多い状況であろうと、あまりそのことを考えないで、根源の治療のみ考えるのがよい」ということになる。山一に則して当てはめると、失われるものとは色々であるが、さしずめ4社という枠組みからの脱落であり、行平・三木体制の崩壊である。そして根源の治療とは、山一がたとえどのような形であれ生きのこるための方策を考えることであったといえる。三木は小川が求めた山一の経営の軌道修正を素直に受け入れるべきであった。

具体的な行動の1つの選択肢として、山一はこの時期に、思い切って経営トップとして外国人経営者を迎えるべきであったのかも知れない。山一は破綻寸前の1997年の夏から秋にかけて、破綻回避のために、メリル・リンチ社やコメルツ銀行、クレディ・スイス・グループ、INGグループなどとの提携交渉に飛びまわっていたが、山一経営陣の交渉力の弱さもさることながら、簿外債務についてもすでに外部で囁かれはじめていたし、山一の株価も100円前後にまで

下落が続いていた状況のなかでは、現実的問題として、提携や身売りの模索はすでに手遅れの環境のなかにあったと思われる。

コメルツ銀行代表取締役のユルゲン・レマーは、山一の買収を見送った最大の要因として、貸借対照表、損益計算書など財務に関する山一の公式発表数字が信頼できなかったことを挙げている。その上で、彼は「山一に限らず、日本の金融機関の財務諸表にはごまかしや偽りが多い。銀行の不良債権が典型的である。欧米では虚偽の情報など考えられない。山一の場合も、市場の噂の通り巨額の簿外債務がみつきり、買収を見送ったわれわれの判断が正しかった」と語っている<sup>14)</sup>。

しかし、三木が小川と会った1993年頃の山一の株価は、バブル崩壊後であったものの、800円前後で推移していたし、93年3月期の株主資本額（有価証券報告書による）は6463億円であり、それを考慮に入れると、三木がその気になれば、外資との提携交渉の余地は十分にあった。外国人社長を単独でスカウトする手段も考えられるが、わが国の終身雇用・年功序列賃金などに代表される日本的経営システムの企業に単身乗りこみ、単独で経営の革新に取り組むことは困難事である。やはり、外資系企業が大株主となり、山一がその傘下に入るなかで、優秀な経営トップを送り込むという方策が常識的であり、経営トップも力を発揮しやすいと考えられる。

誤解を招かないために付言するが、ここでは山一の問題として外国人経営トップとあえて強調しているが、一般論としては、有能で異質な人材を抵抗なくトップに起用することができる文化を有している企業ならば、その企業の内部昇格によるものであれ、ライバル企業や異業種企業からであれ、日本人を企業トップに据える方が自然であることはいうまでもない。

しかしながら、山一の場合に、あえて異文化としての外国からトップ経営者を迎えるべきであったと述べたのは以下の理由によるものである。すなわち、山一の経営が悪化を辿った根源にあるものは、証券恐慌期以降のその経営者システムにある。そのシステムとは、社長が次期社長を独断的に指名し、その指名した社長は次期会長を約束され、それは会長と社長が1つのセットとして機

能していることを指し、片や社長が次期社長を独断で指名するということは、自分と同体質の社長を選択することにつながる結果を生むことになったという構造を指している。このような同体質者による権力の2重システムとそれに伴う相互の自己保身体制が、結果として山一従業員の理念の喪失と経営倫理の欠落を生み、会社を機能不全におとし入れたのである。こうした経営構造や経営体質を深層から変革するためには、外国企業という異文化を目にみえる形で移植した方が効果的であったという点にある。

人材の徹底的利用に国籍は関係がない好例は、1999年春、フランスのルノー社から日産自動車に派遣されたカルロス・ゴーン社長である。日産自動車の経営の失敗は歴代社長が、かずかずの経営戦略のあやまりを犯して経営が不振におちいったにもかかわらず、抜本的な改革を打てなかったところにある。日産自動車も山一と同様、身内で固める人事構造のなかにあって、誰が社長になっても、「君臨すれども統治せず」の社風のなかに埋没し、経営者として基本的に何もしなかったということである。経営のプロフェッショナルとして育っていなかったといえる。

たとえば、日産自動車のゴーンは中期計画としての革命的リバイバル・プランを打ち立てて実行に移しているが、このプランは常務会や取締役会でつくられたものではなく、ゴーンと優秀な若手課長達との間で短期間で完成されたプランだといわれている。これは日産自動車が緊急な対策を要する非常事態にあったこともあるが、企業文化の異なる外国のトップ経営者が就任したことによって、過去の経営者がなしえなかった優秀な人材を使いこなすことができた好例である。

かつてのような政・官・業の連携に頼れた時代ならば、企業は同質の経営者と追従にたけた側近者で固めた方が効率的な経営をすることができた。そのような日本の経営システムのなかで育った人間集団にあって、たとえ誰が社長になったとしても、過去のしがらみがあって日産自動車のゴーンのような行動をとることは不可能であったと思われる。三木は山一の再建のために、1993年6月24日の小川の言葉をしっかりと噛みしめ、異質で有能な外国人トップリーダー

一を求めて経営の革新を断行すべきであった。

#### 4. 海外の簿外債務

##### (1) 海外ペーパー・カンパニーの設立

###### (a) 設立の目的

その目的は、山一本体や山一の海外現地法人（以下、海外現法と略す）に発生した損失を移管することによって損失を表面化させないためである。海外のペーパー・カンパニー（以下、海外P Cと略す）はバハマ等のいわゆるタックス・ヘイブン(Tax Haven)に設立された。

設立の端緒となったのは、1987年夏のいわゆる「タテホ・ショック」で三井銀行と安田信託銀行が関係する顧客企業（地方の信用金庫、信用組合や警察共済組合など複数の機関）に大きな損失が発生し、この損失を山一が運用の責任をとって引きとることになったことから、その損失を表面化させない手法が検討され、その手段として海外P Cが設立された。

損失が生じた顧客企業のファンドは、上記両銀行によるバック・ファイナンス付きの運用資金を利用したものであり、損失は山一と両銀行が折半して負担したといわれている。

###### (b) 海外P Cの内容

###### ①New High(Bahama)Ltd.(以下、NHBと略す)

1988年6月、新村（常務・金融法人本部長）が設立するように指示し、同年8月8日に山一最初の海外P Cがバハマに誕生した。ちなみに、海外P Cの社長や取締役には、すべて仮名の人物が登録されている。

###### ②Hill Top(Bahama)Ltd.(以下、HTと略す)

1990年6月20日、延命（副社長・故人）と高木（専務）によって設けられた。将来にそなえて設立されたもので、実際に使用されたのは、91年11月以降のことである。

###### ③New Top Ltd.(以下、NTと略す)

「1993年大蔵検査」でHill Topの名前が知られるようになったため、93年3

月、バハマに新たに設立された。この会社は債券本部に発生した為替損を、仕組み債として、海外に移すときに使用された。

#### ④YFB Ltd.(以下、YFBと略す)

1991年2月、高木の指示でバハマに、山一ファイナンスが利用するために設立されたものであるが、その後は仕組み債の売買に利用された。

海外に設立されたPCは以上の4社であるが、国内PCとの運営上の相違点は、国内PCでは含み損のある有価証券を引き受けるだけであり、利益を稼ぐための有価証券運用を行わなかったが、海外PCにおいては、新発ワラントの買い付けや債券売買などの運用が行われたところにある。

#### (c)仕組み債(Structured Bond)<sup>15)</sup>による損失隠しのスキーム

まず、山一は含み損のある有価証券(国債、外債等)を山一海外現法、顧客企業の海外現法、海外PCなどに引きとらせる。その後、仕組み債を利用したスキームを使って、最終的に山一海外現法の山一オーストラリア(YAL)に主として集約する方法で海外の簿外債務とした。

「仕組み債を利用したスキーム」を簡略化して説明すると①海外の発行体に利息先取り私募債を発行させる②その先取り利息で、先に有価証券に生じた実現損を穴埋めする③利落ち後の債券を額面金額で「売り現先」に回すという仕法である。仕組み債の発行体は北欧などの有力機関たとえば、フィンランド輸出金融公社などであった。

仕組み債と一口にいても、案件ごとにそれぞれ形態が異なり、その上、複雑なオペレーションが行われていて、画一的説明が困難であるため、「社内調査報告書」に示されているモデルを参考としてとりあげ、説明する。なお、本稿末に添付した参考資料(IV-1)は実際に行われたトバシ・マップのコピーである。

(モデル) A=山一証券の国内顧客企業 A'=A社のイギリス金融子会社、Y<sub>1</sub>=山一の海外現法1、Y<sub>2</sub>=山一の海外現法2、YAL=山一の海外現法である山一オーストラリア。

①Aが含み損のある有価証券(アメリカドル建て債)を保有している(取得

価格1500万ドル、時価500万ドル)とする。

②AからA'にその有価証券を取得価格で移転する。

③A'は含み損のある有価証券を市場で売却する。それによってA'に実現損(1000万ドル)がでる。

④上記③と同日に、A'は1000万ドルを初期クーポンとして受けとれるように設計された金額、金利、期間の仕組み債を購入することによって、実現損に相当する1000万ドルを受領する。

⑤A'は、利落ちした仕組み債を、額面金額でY<sub>1</sub>に売却する。Y<sub>1</sub>は含み損のある仕組み債を保有することになる。

⑥Y<sub>1</sub>は含み損のある仕組み債を、額面金額(時価と乖離した価格)で、Y<sub>2</sub>に引き取らせる。

⑦含み損のある仕組み債は上記のようにケースに応じて海外PC、山一海外現法等数社を転々とさせて、最終的にはYALに引き取らせるという流れである。

## (2)海外簿外債務の発生原因

海外簿外債務が発生した原因は以下の4つに大別される。すなわち、(1)顧客への損失補填(2)山一本社の債券本部のディーリングによる含み損(3)山一海外現法がだした損失(4)山一本体の決算対策のための益出し、などである。以下、上記の順に内容の説明を行うことにする。

### (a)顧客への損失補填

一般的説明よりも、例証をいくつか示す方が、損失補填のあり方を理解する早道であると思われるので、ここに「社内調査報告書」に記載されているなかの4つの例を示すことにする。

#### 例1)本店債券営業部の法人顧客に対するケース

1987年6月のタテホ・ショックにより、主として国債で運用していた複数の顧客企業に大きな損失が生じた。これらの顧客企業(主として中小金融機関)は三井銀行と安田信託銀行から紹介をうけたバック・ファイナンス付きの顧客



で、一任勘定のニギリ・ファンドであったため、山一は含み損が生じた国債を引きとった。

三井銀行の、ある顧客企業から引きとった国債の損失66億円は、1988年8月、山一が先述したところの海外PCであるNHBに、ストリップス債を時価を大幅に上回る価格で売却することにより補填した。その後、NHBは89年7月までに新発ワラントにより利益を出し、損失を穴埋めすることができた。

安田信託銀行の、ある顧客企業については、1988年6月、当該顧客企業が保有する100億円の含み損のある国債を簿価で山一が引きとり、山一はその損失を別の有価証券にして、山一インターナショナル香港(Y I H K)に口座を持つ顧客企業のA社のペーパー・カンパニーにトバした。

ところが1992年5月になって、A社が運用資金を減額する方針をとったため、A社のペーパー・カンパニーは含み損を現実化した上で、仕組み損の先取り利息を使って損失を穴埋めした。利落ち後の仕組み債はNHBが額面価格で買取り、YALを通じて売り現先に出された。

#### 例2) L社等のケース

山一は1987年10月から12月にかけて、法人営業本部の顧客L社等3社の合計71億8200万円の含み損を、3社にそれぞれストリップス債を買わせて、そのストリップス債を山一が時価より高い値で購入することにより補填した。

山一は引きとったストリップス債を国債に替えた上で、当該含み損のある国債を、1987年12月、ロンドンにある顧客企業(A社)の現地法人などに、時価よりも高値で売却し、含み損をトバした。92年5月になってA社が運用資金を減らすことになったため、A社の現地法人などが抱えていた含み損のある国債とEXワラント<sup>16)</sup>をNHBが簿価で引きとった。

NHBはこれを時価で売却し、生じた損失(25億円)を仕組み損の先取り利息を使って穴埋めした。利落ちした仕組み債は、先述した山一の海外PCであるHTが額面で買い取り、YALを通じて売り現先に出された。

#### 例3) Q社のケース

1987年4月、事業法人第2部の法人顧客であるQ社と山一が200億円のファ

ンドを一任勘定によるニギリ取引を始めた。半年決算毎に売却して、約束の利回りを精算するとの取り決めであったため、89年9月、90年3月とストリップス債を使って補填された。さらに91年3月、高木の指示で、仕組み債を使って先取り利息25億円を取得して補填が行われた後、利落ちした仕組み債は、額面価格でYALを通じて売り現先に出された。

#### 例4) R社のケース

1986年、R社が資金調達コストプラス0.5%保証の条件で山一との間で運用を始めた。91年2月の決算期に山一はR社から実現損46億円と借入金利40億円の補填を要求され、ストリップス債による益出し38億円と仕組み債の先取り利息50億円による補填が行われた。利落ちした仕組み債は額面価格でYALを通じて売り現先に出された。

#### (b)債券本部のディーリングによる含み損

##### ①国債のディーリング

山一の債券本部では、1987年のタテホ・ショック後に生じた含み損のある債券(主として国債)を国内・外に現先としてトバしていたが、この方法は煩雑で高コストであったため、89年9月～10月に、石原弘康(専務・債券本部長)はNHBに簿価で移転するように指示し、NHBはこれを時価で売却して120億円の損失を出した。

一方、NHBは時価で取得したEXワラントを山一の現地法人である山一インターナショナル(ミドルイースト)〈YIME〉に高値で売却して損失を穴埋めした。YIMEはさらに、これを簿価で現先に出した。1992年5月、残存期間が1年になったことと金利低下でEXワラントの含み損が減少したためYIMEはEXワラントを時価で売却した。これによって発生した損失(21億円)は仕組み債を購入して、その先取り利息を使って補填した。YIMEは利落ちした仕組み債を額面価格でHTに売却し、HTは当該含み損のある仕組み債をYALを通じて現先に出した。

##### ②転換社債のディーリング

1981年、転換社債部が建設関連企業などの転換社債を大量に買い入れた。そ

の後の相場下落によって売買損が発生したが、表面化されない含み損が50億円残った。89年7月、山一はストリップス債を顧客企業A社の現地法人(A社USA)へ時価と乖離した高い価格で売却して含み損50億円の穴埋めを行った。

含み損を抱えたストリップス債はA社USAからNHBに簿価で売却された。NHBはこれをワラントと入れ替え、その後これをYIMEに売り現先に出した。1992年5月、NHBはワラントを時価で売却した。これによって生じた損失は仕組み債を購入し、その先取り利息を使って補填した。NHBは利落ちした仕組み債をYIHKに額面で売却した。含み損のある仕組み債は、最終的にYIHKからYALを通じて売り現先に出された。

### ③為替ディーリング

(損失の発生)

1989年7月、外国債券部(若林外国債券部長)は、A課長代理に当初5000万ドルの為替ディーリング・ポジションを任せたが、Aが各種金利の金利差に注目したアービトラージ取引を繰り返し、含み益を増やしたため、Aのポジション枠を1億ドルに殖やした。90年3月末には評価益が50億円に達したので、さらにAのポジション枠は5億ドルとなった。92年7月末には42億円の評価益があったが、ネットのポジション額は限度枠の5億ドルを超過して7億3000万ドルに膨らんでいた。

1990年8月、イラクのクウェート侵攻がはじまり、為替相場はAの思惑とは逆に円高に動いたため、多額の評価損を抱えることになった。90年8月末の評価損は152億円でポジション額は25億ドル(3600億円)に達していた(参考資料(IV-2)参照)。90年10月になって、やっと石原弘康(副社長・市場商品グループ管掌)へ報告がなされ、その後、行平にも報告されたが、為替含み損は90年10月末には648億円(参考資料(IV-2)参照)にも達していたため解決は先延ばしされた。

(為替の管理体制)

1990年当時、山一には総合的に為替のリスク管理を行う体制はなく、各部署の為替ポジション限度枠も設定されておらず、社内ルールが確立されていなか

った。債券本部内でも為替ポジション枠に関するフォーマルな文書はなく口頭で決められていた。

為替ディーリングによって生じた含み損については、当時の会計制度では、決算期に評価損として計上するルールはなく、山一は簿価のままロールオーバーして、損を実現せず含み損を抱えたまま先延ばししていた。しかし、1992年に銀行の取引ルールが変わり、93年度から簿価でのロールオーバーができなくなった。そこで山一は損のある為替ポジションを外貨債の買付け代金に充て、為替の含み損を外貨債の含み損に変えた。外国債券も、NYSEに上場されていないものは評価する必要がなかったことから、決算期末は会計上問題にならなかった。

山一は為替の含み損をストリップス債やアメリカ国債の含み損に変えて保有していたが、山一のオンバランスになっていたため、外債の持ち高が増大し、帳簿上目立つようになり、1993年になって大蔵省から質問をうけた。そのため、山一は問題の表面化を懸念し、仕組み債で海外に出すことを実行した。すなわち、山一は外貨債を高値でNTに売却して損失の計上を逃れ、NTは当該債券を市場で売却して実現損(416億円)を出した。NTは仕組み債を発行価格を大幅に上回る高値で売却して実現損を穴埋めした。含み損を抱えた仕組み債は山一海外現法を通じて売り現先に出された。

#### ④A社の金融子会社のストリップス債による含み損——債券本部のディーリングと関連して——

1988年3月、顧客企業であるA社の国内金融子会社が価格乖離取引による含み損を抱えたストリップス債を購入した。その後ストリップス債による現先を繰り返してきたが、A社が解消を申し出た。当初、山一とA社の間でストリップス債がどちらの所有のものであるかについて話がもつれたが、94年12月にA社の海外現法である「Aイギリス社」へ売却された時に、山一のものであるとした念書が入れられ決着した。

当該ストリップス債は、Aイギリス社と山一オランダ銀行(YBM)との間で現先が継続されたが、解消することになった。Aイギリス社は、1997年1月、

当該ストリップス債を時価で市場売却し、これにより生じた実現損（42億円）を仕組み債の先取り利息を使って穴埋めした。利落ちした仕組み債は、Aイギリス社からY I M Eが額面価格で買い取り、さらにY A Lを通じて売り現先に出された。

(c) 山一の海外現地法人が出した損失

例1) 山一インターナショナル・ヨーロッパ (Y I E) のケース

1990年3月、ロンドンにある山一の現地法人 (Y I E) が、山一の法人営業本部法人営業第3部の依頼をうけて、株式を顧客企業P社のイギリスにある現地法人 (P') と顧客企業S社のイギリスにある現地法人 (S') に株現先で売却した。S'の株式の含み損9億円は、90年10月、ストリップス債を使い解消した。P'の株式は91年12月、HTが含み損31億円を抱えた簿価で引き取った。HTは当該株式を時価で売却して31億円の損失を出した。HTは、同月に仕組み債の先取り利息を利用して損失31億円を穴埋めし、利落ちした当該仕組み債を額面価格でY A Lを通じて売り現先に出した。

例2) 山一インターナショナル香港 (Y I H K) のケース

Y I H Kでは、株式や転換社債、ワラントのディーリングによる含み損が発生しており、Y I H Kはホンコンの顧客企業と株現先でトバシを行っていた。この件は1993年11月になって、Y I H Kから佐藤 (常務・国際本部長) へ報告された。佐藤は三木と相談し、Y I H Kの売買損として表面化させないよう指示した。

この結果、Y I H Kは、1993年11月、ホンコンの顧客企業から含み損を抱えた有価証券をHTに引きとらせた。HTはこれを時価で売却して17億円の損失を出し、仕組み債の先取り利息を使ってこの損失を穴埋めし、利落ちした当該仕組み債を額面価格でY A Lを通じて売り現先に出した。

(d) 山一の決算対策

三木から山一100周年記念に向けた1996年9月中間決算での収益増しを指示された川添 (専務、資金・債券本部長) は仕組み債の先取り利息を利用して22億円の利益を出した。利落ちした仕組み債は、額面価格でY A Lに売却され、

YALは山一エンタープライズ㈱、山一エコー商事㈱が出資した私募投信に売り現先に出した。しかし、山一の収益悪化のため97年3月決算までに処理することができなかった。

### (3) 海外の簿外債務の額

「社内調査報告書」によると、原因別（本章、4-(2)-(a)～(d)参照）の発生時点での損失額は、①顧客企業の損失補填が247億円②債券本部のディーリングによる損失が628億円③山一の海外現法による損失が58億円④山一本体の決算対策のための損失が22億円であり、総額945億円であった。その後、金利相当分の増加があり、1997年11月24日（山一が大蔵大臣に営業休止届けを提出した日）で、1066億円の評価損となっている。

一方、国内分の簿外債務（評価損）は1997年11月24日現在で1583億（本章2-(i)-(b)参照）であり、国内と国外を合計した山一の簿外債務総額は、97年11月24日の山一破綻時において2649億円であったことになる。なお、東京地裁の行平・三木被告人に対する判決文（2000年3月28日宣告）によると、有価証券報告書に記載されなかった簿外損失は1997年3月期約2718億円であったとされており、山一の計算額より69億円多いが、確定日の期間差を考えると、その間にその程度の変化はありうることである。

山一の全簿外債務に占める海外分の比率（1997.11.24現在）は40%である。海外簿外債務に占めるディーリングの損失は75%にも達し、山一の全簿外債務に占めるディーリングによる損失の比率は27%である。山一の簿外債務はその全額が顧客企業の損失補填に充当されたと考えられがちであるが、ずさんなリスク管理システムによって生じたディーリングによる損失（主として債券）も多額に達していたのである。

### (4) に関するコメント

4. 海外における簿外債務（山一の「社内調査報告書」の第4章「海外の簿外債務」を基本にして作成した）の執筆を終えて、素朴な疑問が残った。それは

「海外の簿外債務」処理のスキームがいかなるケースにおいても共通しているという事実である。「社内調査報告書」には海外の損失隠しに関する13の事例が紹介されているが（実際にはそれ以外にも多数存在していたが、紹介された13の事例は、そのなかの代表的なものを取りあげたと想像される）、その構造的パターンは基底において同一である。すなわちそのパターンとは、山一が含み損のある有価証券を山一の海外現法や顧客企業の海外現法、山一の海外ペーパー・カンパニーなどに引きとらせた上でその後、仕組み債を利用したスキームを使って、最終的にシドニーにある山一海外現法の山一オーストラリア(YAL)に集約し、その利落ちした仕組み債は額面価格でYALを通じて現先に出されるというものである。前述した13の事例については、本文の該当個所にアンダーラインを引いて示してあるが、その内12の事例が、上記のスキームである「……含み損を抱えた仕組み債は額面価格でYALを通じて売り現先に出された」ことになっている。

しかしながら、画竜点睛を欠くというか、どの事例においても説明がなされていないのは、「YALを通じて売り現先に出された」で突然文章が終わり、その後の推移についてである。具体的に言えば、YALがどこに（受け手としての相手先）、どのような条件（期限・利率・契約書の内容など）で現先に出したのか一切不明である。社内調査委員会が事実を把握していなかったとはとうてい考えられず、意識的にか、あるいは、どこかからの勧告をうけて、YALの現先以降の流れについては触れなかったものと推測される。

筆者は、そのあたりの事実を知りたいとの欲求にかられて、1998年夏に、当時の山一の元債券担当役員と90年代に国際業務のプロとして山一で活躍していた後輩の元部長にそれぞれ別個に面談をもった。その結果、両者から得た情報は、期せずして同様の内容であり、YALが売り現先に出した相手先は、その大部分が、ある中国系の大銀行であったことが明らかになった。

その後、草野厚著「山一証券破綻と危機管理」<sup>17)</sup>のなかで、この事に触れられていて、その見解が先に面談を持った両者と一致していたことによって、事実の信憑性についてますます確信を深めたのである。

ここで、「山一証券破綻と危機管理」のこの問題に関連する部分を引用して事実確認との整合性をしめすことにする。その引用部分は以下のごときもので、「実は中国有数の商業銀行である、バンク・オブ・チャイナ(BOC)が債券取引を通じて山一に約3000億円融資しており、その焦げ付きによって信用不安が起る可能性があった。……実体的には、当該有価証券には2000億円の価値がなく、もしもその場しのぎの弥縫策や会社更生法の適用などによって債権債務関係が凍結されでもしたら、BOCとしては1000億円の損失を抱える可能性があった。3000億円のうち600億円分の融資(現先分)の返済期限は自主廃業発表の翌日1997年11月25日に迫っており、慌しく日銀特融がオーストリア経由でBOCに流れることになった。戻りの債券の時価は2000億円であったのでこれを市場に売り、不足した1000億円をオーストラリアに流したのである。もっとも実際の受け渡しは12月に入ってからのものであった」としている。

山一の海外の簿外債務の額は1066億円と先述したが、日銀特融のBOCへの振り替え額1000億円とたまたま符合する。大蔵省や日銀としては単に1企業にすぎない山一の生死よりも、わが国の1証券会社が海外の金融機関に対して1000億円の簿外債務をもつことに対する海外の金融市場に与える影響ならびに、国際的デフォルトが生じた場合の国際的連鎖反応の恐れなどに対する国家的見地からの対応を最優先したのは当然のことであった。

山一に対する会社更生法の適用は「海外の簿外債務」の存在という理由だけを考えてみても不可能であったといえる。何故ならば、第1に、会社更生法を適用するということは債権債務が凍結保全(会社更生法39条、同40条参照)され債権債務関係の解決に時間を要すること、第2に、わが国では国際倒産法制が未整備であるため、自国の裁判所が財産の保全命令を設定しても、その効力は海外資産にまでおよばないため海外に多くの顧客資産を抱えている会社では、国内だけを前提とした会社更生法では海外での混乱が予想されるからである。

上記の理由を考慮すると、山一が会社更生法申請ないしは適用のもとでは、日銀による特別融資の発動は当初から考えられないことであった。



おわりに

山一の破綻の直接的原因となった「簿外債務」について論述してきたが、そのなかで各節にわたって「コメント」として感想を付している。それらを集約したものが「おわりに」に相当するという意味もあって、ここでは重複を避けて、本章で触れることのなかったわが国の監査法人の責任について、山一の破綻との関連のなかで論考を試みることにする。

山一の最後の社長となった野澤に提出された報告書は3種類ある。第1は、本章の基礎となった「社内調査報告書」である。第2は、野澤経営陣によって依頼された法的責任判定委員会（深澤、國廣、渡辺の3弁護士と古海公認会計士）が作成した「第1次判定報告書」であり、第3は同委員会の手になる「法的責任判定の最終報告書」（1998.10.作成）である。しかしながら、後の2つの報告書については、野澤経営陣と法的責任判定委員会がその公表をめぐって激しく対立し、結局公的発表を封印された経緯があった。

特に、第3の「法的責任判定の最終報告書」は山一を破綻させるにいたった役員達と監査法人を実名をあげて糾弾し、彼らに対して損害賠償請求を行うべきであると主張した内容のものであった。株主、顧客、債権者、従業員など広く社会に影響を及ぼした問題の真相を明らかにしようとする報告書の公表に対して、野澤が争い事を好まない性格であったとはいえ、山一最後の経営トップが何故反対したのか理解に苦しむところである。会社が破綻するに至っていながらも、先輩達の圧力に屈し忠誠心を貫き通したのか、あるいは内部でかばいあうという日本人的心情がそうさせたのか、その心理的背景は興味を抱かせるところである。

ここでは、本題の主旨の基本となる「法的責任判定の最終報告書」のなかの第Ⅱ部「監査人(中央監査法人)の法的責任判定」に記載されている「判定」と「理由」の部分を抜粋して示しておくことにする。

#### 第1・判定

山一は、同社の法定監査における監査人である中央監査法人に対して、損害賠償請求の法的手続きをとるべきである。

## 第2・判定の理由

監査人は「貸借スキーム」（本章3-(1)-(b)参照）及び／又は「現先スキーム」（同上）の存在を認識し、山一の決算において不適正意見を述べるべきであった。

しかし下記の「監査人の故意ないし過失行為」記載のとおり、監査人は「貸借スキーム」及び／又は「現先スキーム」を認識しながら、これを山一に指摘しなかったか、あるいは、少なくとも認識すべきであったにもかかわらず、調査不十分により認識できなかったか、いずれかの理由により山一の決算において不適正意見を述べることを怠った。これにより山一は「簿外債務」の管理・隠蔽を継続することができたのである。よって、中央監査法人は山一の監査法人としての注意義務に違反したものとわざるをえない。以上の如きであるが、上記の「監査人の故意ないし過失行為」の部分は本稿では省略している。

中央監査法人は、20余年間にわたって山一の監査を続けてきた。したがって山一内部の管理体制や経営体質を十分把握していたものと思われる。しかも1990年頃には、すでに証券会社の不祥事が社会問題となっていたし、市場では山一の「トバシ」問題が囁かれはじめていた。このような環境下にあつては、より慎重に、より専門的観点から山一を精査するのが監査法人としての義務である。

本章でも述べてきたところであるが、1993年大蔵検査では郵船アカウンティング取引が問題視されていたし、貸借スキームや現先スキームについても専門家の観点からは、その気になれば十分に察知しえたものと思われる。かりに、完全な調査が困難であつたとすれば「意見差し控え」とすることもできたはずである。山一の財務諸表を「適正」とした公認会計士とその所属する中央監査法人の責任は極めて大きいといわざるをえない。

その後、1999年12月14日、自己破産した山一の破産管財人団（松島破産管財人ら）は、中央監査法人と法定監査に携わった公認会計士6人を相手どって、山一の巨額な簿外債務を見過ごし、違法な配当を招いたとする損害賠償請求訴訟(60億円)を東京地裁に起こした。かつて、山一の法的責任判定委員会が中央

監査法人への提訴を求めた経緯を踏まえての英断であったものと考えられる。「現行の監査基準及び監査慣行に照らして十分な監査を行っていることを法廷で明らかにしたい」という中央監査法人は、裁判で監査の実態を明らかにすべきである。

山一に限らず、わが国の多くの企業にコンプライアンス経営が徹底していない理由に会計監査のあり方がある。会計監査人には、企業の全ての帳票を見る権利と会社の会計書類が適正に作成されているかどうかを判断する権限が与えられていることはいうまでもない。それにもかかわらず、会計監査人が十分に機能をしない背景には、大蔵省が監督機関として公認会計士を強い権限のもとでコントロールしてきたところにある。公認会計士協会や大手の公認会計士事務所の会長や理事長に、従来、大蔵省官僚が天下りしてきた事実がこのことを示している。大蔵省による護送船団行政の下で形式化されてきた外部監査の責任を会計監査人だけに問うことを疑問視する声も多い。

これまで、わが国の企業の監査は少数の大手監査法人が担当することによって、住み分け体制が確立されてきた。大手監査法人と大企業との関係が長期にわたって存続し、相互のもたれあいのなかで、しらずしらずの間に、監査をうける企業と会計監査人との双方に倫理観の欠如が生み出されてきたところに問題の根があるように思われる。

#### 注)

1) 通常、企業会計では適正決算が当然であり、したがって簿外債務という概念は存在しない。その上であえて説明すると、企業の損失を隠蔽するために、損失を子会社などに付け替えるなどして、帳簿に記載されない債務のことである。

2) 特金とは「特定金銭信託」の略である。運用方法や運用先を委託者が特定できる金銭信託で、株式運用であれば銘柄、株数、値段などを委託者が特定する仕組となっている。信託終了時の信託財産は原則として金銭で交付されるが、信託銀行には元本の補填、利益の補足義務はない。会計処理上原価法が採用されているため簿価分離できるメリットがあったことにより残高が急増した。事業法人、中小金融機関、生・損保など幅広く利用されてきた。

営業特金とは「特金」の形態をとりながら、投資家や投資顧問会社にかわって、証券会社の営業部門が運用を行う場合をいう。運用アドバイス料が不要のため、株価バブル期に急拡大した。

- 3) 有価証券の利回り保証付一任勘定取引といえる。ニギリ行為は、旧証券取引法においても現行取引法においても違法な行為に該当するといわれている。

山一の場合、顧客企業との間で利回り保証の合意が書面できめられたことはほとんどなく、両者の担当者間で口頭で取引が開始されることが多かった。両者の口頭での目標が達成できなかった場合に、損失を押しつけ合う事態に発展したケースが多い。

- 4) 1987年9月、タテホ化学工業（大証上場会社）が記者会見を行い、債券投資（主として債券先物取引）の失敗で200億円の損失を出し、9月中間決算で債務超過に陥ると発表した。問題になったのは、取引銀行であった阪神相互銀行がその保有株34万株を事前に売却していたことが明らかになったことによる。会社は事前に取引銀行に多額の損失の件について報告していたのである。しかし大証は証券取引法（当時の）ではインサイダー取引とは断定できないと発表した。これに対して多くの批判がよせられることになり、大蔵省は抗しきれず、87年10月に証券取引審議会に依頼して、「内部者取引の規制のあり方」についての報告書を提出した。

これに沿って証券取引法改正案が作成されて、1988年5月に国会成立、89年4月1日から施行された。これによりインサイダー取引が具体的に規定され、法令の適用を容易にした。

- 5) その内容は①事後的な損失補填や利益供与を行わない②公募株については親引けを禁止する③特金契約に基づく勘定を利用した取引については、顧客と投資顧問業者との間に投資顧問契約が締結されたものに限るなどである。

その上で損失補填の有無については、ブラック・マンデー以降分の内部点検の結果を90年3月末までに報告すること、そして営業特金の投資顧問会社への移管については、1年間の内に行うことを指導している。

- 6) トバシとは、含み損のある有価証券を保有する企業がその損失を表面化させないために、決算期前に企業間の市場外での直取引により、その有価証券を簿価で売却する取引で、その仲介を証券会社が行うものをいう。

たとえば、A社が自主運用しているファンドの有価証券に含み損が生じた場合、A社が決算対策として一時的にB社に売却し、決算期終了後A社が買い戻すことがある。この場合のトバシは企業間の有価証券を用いた現先取引であり、証券取引法上違法行為とはいえない。

一方、A社のファンドがニギリ行為であった場合には、有価証券の価格が上昇時には問題が生じないが、有価証券に含み損が生じてしまった場合には、山一の顧客企業A社に対する「利回り保証」が行われているため、含み損の発生している有価証券の引取りをA社が拒否することになりがちである。この場合は違法行為であって証券事故として処理されるべきであると思われる。

- 7) ファンド・トラストのことである。1981年に住友信託銀行が売り出した商品名であり、その後一般的にファントラと呼ばれるようになった。実体は「指定金外信託」である。証券投資を目的とした金銭の信託で、運用の一切を信託銀行に任せ、信託終了後は受託者が信託財産

を現状のままで交付する。

- 9) Separate Trading Registered Interest and Principal of Securities. 債券の元本と利  
札を切り離し、別個の債券として流通されるものをいう。一種のゼロ・クーポン債である。  
1985年に、アメリカ財務省証券のストリップス債化が認められたのが最初である。
- 9) 山一社内の独自の言葉である。ある含み損のあるニギリ・ファンドのトバシが、山一の仲介  
により複数の企業の間で繰り返されると、当該ファンドの出発点がどの企業であったのかが  
不明確になってくる状況をいう。
- 10) 株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律の第2条によると、「次の各号の1に  
該当する株式会社は商法第281条第1項の書類について監査役の監査のほか、会計監査人の  
監査を受けねばならない。①資本の額が5億円以上であること②最終の貸借対照表の負債の  
部に計上した金額の合計額が200億円以上であること」となっている。
- 11) モーゲージ・ジャンボの名称で、1990年に山一が発売した個人顧客向けの債券型投資信託  
である。アメリカのモーゲージ証券を組み入れたこの投資信託は3000億円販売された人気商  
品であった。モーゲージ・ジャンボに組み入れられたモーゲージの本質は住宅ローンであり、  
金利の低下した場合には繰り上げ返済されるため、通常の債券のように値上がりはのぞめな  
い。そこでモーゲージの金利部分だけを分離した証券を組み入れ、金利低下の場合には価格  
上昇メリットを最大限に得ようという仕組み債であった。ただクーポンだけの証券はゼロと  
なるというリスクがあった。このリスクを加味して価格がつけられていたのであるが、予想  
の範囲を大幅に超えた金利低下であったため、このリスクが表面化しモーゲージ・ジャンボ  
も元本を割り込むという事態が生じた。そこで、この償還時に山一が元本との差額について  
損失を補填することとした。ところが損失補填は証取法で禁止されており、すべての顧客か  
ら確認書をとることを求められた。そのために、山一はほぼ年間、支店の営業活動のかなり  
の部分を確認書を受けとる作業に追われ、投資信託の販売活動に支障が生じることになった。  
これによって、他社との投信預り資産の差が、さらに拡大することになった。
- 12) 大蔵省の外局として国家行政組織法第8条に基づいて設立された。1992年7月に業務を開  
始した。91年の証券・金融不祥事を契機に、証券金融のあり方、特に証券会社と証券市場に  
対する検査・監視体制のあり方について議論が行われ、これらの議論を踏まえて、証券取引  
及び金融先物取引の公正の確保をはかり、投資家の信頼を保持するため92年7月20日、行政  
部門から独立した新たな検査・監視機関として設置された。
- 13) 北澤千秋『誰が会社を潰したか』1999.204～5頁。
- 14) 1998年2月28日付日本経済新聞。
- 15) 山一が主として利用していたスキームとは、簡単にいえば、海外の有力発行機関に利息先  
取り私募債を発行してもらう形態の債券である。  
一般的にいえば、普通の固定利付債、転換社債、ワラント債以外の債券を指す。ユーロ債  
にさまざまな金融手法を組み合わせでつくられたものが多い。
- 16) ワラント債には分離型と非分離型がある。分離型は新株引受権を社債本体から切り離して  
売買することができる。したがって分離型の流通形態は以下の3つに分類される。①社債と  
新株引受権証券とを一体にした譲渡②社債のみの譲渡③新株引受権のみの譲渡である。そし

て②のような社債部分をエクス・ワラント(Ex-Warrant)という。

17) 草野厚『山一証券の破綻と危機管理』1998.300～312頁。

注記——次頁より添付されている「参考資料」(207頁～225頁)については、原本の所在が不明であるため、複写(コピー)の複写である。したがって、数字等判読が困難な箇所が見られることを容赦いただきたい。しかしながら、事件のさなかに、当事者達の手によって直接作成された書類であったところに含意があると思われたため、あえて以下に添付することにした。

担当等 (記号)	種類	決算期	口 歴 名	会 額	損害状況 (10月末) (円換)	金 利 (%)	利 息	
1	プロパ	R	2-8 宗				-	
2	待金	R	9.28	100.00	A 36.76 A 19.78	0.13	7.20	7.20 (9.20) 9月には先物7億+実現益3億2000万(2月末)+2億(外債破産) = 1.2億2000万の差損三 外債は10月償還し71億( )。9月13日~10月15日に9.75%日割りでお金を払った。 実現益は当初予定を要し、NT評価損4億5000万を償却し、残りの7億7000万を配当として支払った (10.1) 91年9月27日迄延滞で合意。但し決算時には利益が出ている状態にすること、要請あり。 (11.5) 10.15 交換で6億の外債を償還(約66億円)現在保有中。
3	プロパ 待金	R G	2 宗 8 宗	362.90 20.00	A102.71 A57.11 A 4.53 A 7.68	1.24 A0.83	9.00 7.50	8.02 1.50 (9.20) 90年12月末でEND (paperが入っている)、つなぎ可。 93億、2億。9月末500億、300億は一時的処分。特金はプロパで吸収の方向で交渉中。(ほぼ決定) P5-8
4	待金	R	3.25 9.25	200.00	A91.70 A96.73	0.09	7.50	7.50 (9.20) 9月配当は(先物6億2000万+実現益5000万 等)で提出。90年12月END 希望の所を当初期限の91年9月まで延長 する方向で話し合い。
5	プロパ	R	12 宗	60.00	A35.71 A42.91	A1.45	9.00	5.40 (9.20) 未だ話し合いはしていない。 P5-13
6	プロパ	R	3.20	40.00	A14.40 A14.33	0.45	8.90	3.56 (9.20) 91年3月に元金返済の必要あり。 P6-1.2
7	プロパ	R	3 宗 9 宗	80.63	A26.18 A28.56	A0.05	-	- (9.20) 評価損をどちらの負担にするか今後の交渉次第(買った時点から交渉開始)。20万株、82万4000株 は先方の問題として処理する作戦(現在先方から意思表示なし)。外債72億元利。元金5000万(9月中) 償還のため 目下蓄積中(72億の金利の一部---会社の債権)
8	プロパ	R	3 宗 9 宗	10.35	A 4.38 A 5.35	0	-	- (9.20) 100万株を先方各社で蓄積済み。当該株式の事後処理の問題については全く触れていない。
9	プロパ	R	3 宗 9 宗	137.77	A42.63 A45.86	0	9.00	6.11 (9.20) 90年9月~91年3月まで延長 P5-4
10	プロパ	R	12 宗	51.44 50.77			8.60 8.60	2.26 2.91 (11.1) ..... 12月26日 } が期限 ..... 3月決算の外債 ..... 2ヶ月延長。金利は延長分9.2%。前6ヶ月間8.35%の ..... 6月決算の外債 } ..... 6月 ..... いずれも交渉は未だ行っていない。『加算平均3.6% (9.20) ..... 12月26日 } ..... 6月 ..... 10月以後は償還し (10.2) 明以後の金利は9.4%(7-8月8.2%)によって通算8.60%と決定。
11	プロパ	R	10 宗	186.79	A98.36 A116.18	0	8.50	17.00 (9.20) 話し合いは未だ行っていない。 (11.5) 11月より1年間延長で合意。利息(17億円)は外債を借りて提出、この外債は12.25%に12.25% 返済。
12	プロパ	R	5 宗 11 宗	135.00	A58.57 A66.19	1.54	100 億 - 8% 30 億 9/15-9/28-9% 29-11/30-10% 5 億 - 10%	4.52 (9.20) 9月5日に5億返済(元金140億-135億)。9月末に30億の要返済については延長。ただし9月末から11月 末までの金利支払いは済。5月末に100億分の利子4億のうち3億5000万を返済。11月4000万(前払不足分)+4億(100億)+ 1200万(5億分) = 4億5200万を支払う必要あり。11月末に元金返済を求められているが、再延滞の方向で交渉中。 9月中にBond15億、先物7000万、計15億7000万を出し。
13	プロパ	R	3 宗	104.35	A64.09 A73.40	0	-	- (9.20) 288万円のみ。元金は、もともと150億 P6-14 P7-10.11
14	プロパ	R	12.21	70.87	A33.92 A42.73	0.07	7.90	5.60 (9.20) フラントのみ。12月21日END期限。 P7-13.14
15	プロパ	R	6 宗	54.60	A20.37 A20.74	0.13	8.50	2.75 (9.20) 90年12月25日End (元金合計)で返済を希望。交渉はまだ。

借入者	種類	決算期	口 座 名	金 額	借入状況 (10月末) (円換)	金 利 (%)	利 息	備 考
1	アホ-	R 1 末 7 末		272.78	1171.02 1177.16	0	10.00	13.62 (9.20) 91年1月END希望。 P4-1:
2	アホ-	0 12.20		34.58	112.41 111.22	0	9.00	1.35 (9.20) 90年8月20日-9/20-10/20 まで延長。6月配当は未払い。当社としては12月まで延ばしてくれと要求。不可の場合は借金を12月まで借りることだけでも可か。会社側は90年12月にEND希望 (元利合計返済)。 (11.5) 12.20 まで延長で了解。満期日には元利金返済の要。 P5-:
3	アホ-	0 3 末 9 末		26.97	14.96 16.53	1.38	8.50	1.23 (9.20) 8月30日~11月29日までの金利は9.5%で計算。会社側としては延長やむなし。実現益7100万 ショート5600万 91210で25万株。@471で50万株。市場買付後Jump
4	アホ-	0 6-8-11 12-2-5		12.03	17.14 17.39	0	—	— (9.20) 9月20日-50億現先分をの受に使う。WT12億を早く償却の要。今回は10月に一度清算する予定。
5	アホ-	0 3 末 9 末		170.49	173.49 1101.56	13.43	9.00	7.52 (9.20) 9月配当は91年3月に一括支払い P5-:
6	アホ-	0 3 末 9 末		200.00	194.94 1109.28	117.94	8.00	8.00 (9.20) 9月は評価ベースでJump。9月配当は91年3月にon。3月は配当1年分と実損18億補元の要。その後は延長戦か。 (9.27) 10月4日以降は前記実損18億を拠出してもらい200億で再スタート。
7	アホ-	0 3 末 9 末		157.74	169.27 1120.60	0	9.00	6.75 (9.20) 保有有価に金利分をONしてJUMP。
8	アホ-	0 3 末 9 末		188.26	166.47 1103.88	0.34	8.70	7.81 (9.20) 10月1日以降にから戻り (11.5) 10月11日 から戻る。 P6-7
9	アホ-	0 6 末 12 末		—	—	—	—	— (9.20) 7月5日~11月5日 (4ヶ月分) の借り。11月5日END (厳守)。 (11.5) 利息分をonしてに返済。
				86.58	122.90			(11.5) 91.1/31 戻り。
10	アホ-	0 6 末 12 末		—	—	—	—	— (9.20) 11月5日END (11.5) 6億1000万円 (利息+ 元金の一部) を返済し残り24億8000万円をへ返済。 P5-8
				24.80			11.00	(11.5) 11.6-91.1.17までの金利11% は他のとの絡みで決定。 91.1/17 元利金25億3000万円を戻す予定。
	アホ-			135.10	177.87		10.30	(11.5) の株式8銘柄を金利を賄せ返済。12月26日END。
12	アホ-			177.49			9.20	1.43 スワップ償時価。10.25から~11.26まで。
13	アホ-			107.53	157.06	0	9.70	0.89 スワップ損、より。10.30 から11.30 まで。
14	アホ-			147.42			9.20	0.03 スワップ損、分10.31から11.26まで。



借入 (借入)	種類	決算期	口座名	金額	借入状況(10月末) (借入) (貸出)	金利 %	利息	
金額: 億円, 借入状況の下段は9月末								
1	借入	B	2 年 8 年	291.90	▲ 117.04 ▲ 151.11	0	7.00	9.00 (9.20)
2	借入	B	3 年 9 年	108.22	▲ 34.63 ▲ 48.42	0	7.00	3.50 (9.20)
3	借入	B	3 年 9 年	111.22	▲ 33.79 ▲ 32.93	0	8.00	4.54 (9.20)
4	借入	B	10 年	104.40	▲ 50.79 ▲ 58.04	8.32	7.75	7.75 (9.20)
5	借入	B	12 年	247.69	▲ 102.76 ▲ 123.41	7.82	8.00	19.62 (9.20)
6	借入	B	6 年 12 年	100.00	▲ 25.97 ▲ 48.31	0.60	8.85	4.43 (9.20)
7	借入	O	10 年	273.41	▲ 90.49 ▲ 103.68	0	9.50	25.97 (9.20)
8	借入	O	10 年	212.00	▲ 54.56 ▲ 79.45		9.50	22.52 (9.20)
9	借入	B	1 年	136.34	▲ 77.12 ▲ 90.50	0.42	8.00	11.07 (9.20)
10	借入	B	2 年 8 年	876.61	▲ 421.76 ▲ 499.97	▲ 13.06	9.00	27.80 (9.20) 91年2月返済。金利総出が繰上。10月1日より920億に増枠 (元金繰上引240億+元金繰上30億)
11								
12								
13								
14								
15								

証券番号	種類	償還期	口 数	金 額	換算状況 (10 月末)	金 利	利息	備 考
金額: 億円, 換算状況の下段は9月末								
1	特金	GR	9 末	137.94	▲ 23.82 ▲ 32.32	0 7.50	3.75	(9.20) 9月末で特金解消。フロバーとして再スタート (155億程度、外債のみ)。
2	70%-	GR	3 末 9 末	15.24	▲ 7.43 ▲ 7.56	0 -	-	(9.20) 9月は毎面で単純 Jump (155億30万、155億25万6000株、CB#7 155億円) 9月配当免除。91年3月 END 希望 (元本のみで可能か)
3	70%-	GR	3 末 9 末	34.53	▲ 17.63 ▲ 20.02	0 -	-	(9.20) 155億は山一からの預りと認識。9月27日~11月13日 (155億で受け)。元金が戻れば OK 9月配当は免除。9月に7000万益があったが155億の毎面下けに使用。155億については早く処理して欲しいとの要請。
4	70%-	GR	3 末 9 末	100.00	▲ 45.20 ▲ 54.40	0.01 10.00	5.00	(9.20) 半物5億3000万、ボンド15億合計20億3000万の益出し。株とCB (毎面100 億) を92億で Jump (155億)。155億から91年3月迄で end 希望。
5	70%-	GR	3 末 9 末					(9.20) 9月は155社。155億に配当分を on して除額。戻りの段階で130億、オーバー分は増持 (6億) で処理。11.5 155へ除額。12月26日戻り。
6	70%-	GR	3 末 9 末	261.95	▲ 84.96 ▲ 76.72	▲ 4.12 6.50	6.51	(9.20) 155社、外債 (毎面145億) を153億で JUMP (155 - 105億、155 8億)。WT (87億)、株式 (155 億のみ、他はすべて処分) は持ち越し。
7	特金	GR	3.29 9.27	100.00	▲ 40.70 ▲ 54.51	0 6.50	3.25	(9.20) 91年3月までの延長は了解済み。9月配当はキャリーオーバー91年3月に元利金返済希望。40億 (1週間) 通知 (山一)
8	特金	GR	3 末 9 末	50.00	▲ 21.57 ▲ 25.09	▲ 0.14 8.00	2.00	(9.20) 90年12月までに END 希望。前期5500万貸し+90/9 155億8000万、計1億3500万。ショート分 (7000万) は借り
9	70%-	GR	3 末 9 末	115.05 外債	▲ 37.36 ▲ 36.04	0 7.20	4.20	(9.20) 9月は配当未払いのまま延長 (3月に一括払い)。90年3月決算の益だし後の外債のみ。
10	70%-	GR	6 末	96.65	▲ 39.06 ▲ 50.28	▲ 4.28 8.50	7.91	(9.20) 91年6月までには元利金の返済希望
11	特金	GR	5 末 11 末	50.00	▲ 7.64 ▲ 16.30	0.13 8.00	2.00	(9.20) 90年5月 END を90年11月まで延長 (一札入っている) (11.5) 11月末で END にすることで合意。金利差額を交渉中。
12	70%-	GR	6 末 12 末	105.79	▲ 69.00 ▲ 74.81	0.11 8.50	4.63	(9.20) 6ヶ月ごとの Roll-over
13	70%-	GR	1 末 7 末	28.69	▲ 13.24 ▲ 19.67	▲ 3.32 7.50	1.08	(9.20) 特に期限の約束なし。出来るだけ早く END にしたい希望あり。
14	特金	GR	6 末 12 末	50.00	▲ 18.64 ▲ 21.82	0.16 6.80	1.70	(9.20) 当初の100億のうち6月に50億+金利を返済。残り50億は金利6.5%で継続。
15	70%-	GR	1.29	20.00	▲ 6.92 ▲ 9.62	▲ 0.12 8.00	1.60	(9.20) 91年1月返済希望。延長交渉は感触として困難。



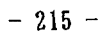


- 213 -

參考資料 (II-1-4)

[illegible]

第 一 章



株 1	1990/3/5 クレフィン 300 市場買付	1990/6/29 A 300 4,100 1,230,000	1990/7/10 クレフィン 300 4,131 1,239,300	1990/12/14 +13千株 営業特金の品受 51,375	1991/2/20 B 313 4,085 1,278,605	1991/4/19 クレフィン 313 4,150 1,298,950	1991/12/20 伊藤忠総合 ファイナンスに 社名変更	1991/12/22 NF 413 1,360,820	日付 顧客 数量(千株) 株価(円) 代金(千円)
株 2	1990/12/14 クレフィン 1,000 営業特金の品受				1991/2/20 B 1,000 555 555,000	1991/4/19 クレフィン 1,000 575 575,000	1991/12/20 伊藤忠総合 ファイナンスに 社名変更	1991/12/22 NF 1,000 582 582,000	
株 3	1990/8/20-30 C 4,315 市場買付	1990/8/31 クレフィン 4,315 (延介) 2,381,880	1990/12/14 +200千株 営業特金の品受 132,048	1991/2/20 B 4,515 557 2,514,855	1991/4/19 クレフィン 4,515 567 2,560,005	1991/12/20 伊藤忠総合 ファイナンスに 社名変更	1991/12/22 NF 4,515 594 2,681,820		
株 4	1990/8/31 クレフィン 1,174 市場買付		1990/12/14 +30千株 営業特金の品受 128,268	1991/2/20 B 1,204 3,768 4,534,264	1991/4/19 クレフィン 1,204 3,860 4,671,520	1991/12/20 伊藤忠総合 ファイナンスに 社名変更	1991/12/22 NF 1,204 4,054 4,883,288		
株 5	1990/3/14 クレフィン 850 4,900,500	1990/3/30 1,005株償 850 5,567,500	1990/6/29 A 850 5,587,250	1990/7/10 クレフィン 850 5,587,250	1991/2/20 B 850 5,585 5,597,250	1991/4/19 クレフィン 850 5,700 5,695,000	1991/12/20 伊藤忠総合 ファイナンスに 社名変更	1991/12/22 NF 850 7,019 5,988,079	



WT 1 (枚)	1990/3/15~18 東急百貨店 4,000 市場買付 3,801,000	1990/7/23 A 4,000 190,039 3,800,781	1990/8/8 東急百貨店 4,000 190,039 3,800,781	1991/1/31 A 4,000 197,770 3,855,391	1991/2/1 東急百貨店 4,000 198,418 3,988,361	1991/7/31 A 4,000 199,018 3,980,322	1991/8/14 東急百貨店 4,000 200,412 4,008,249	1992/1/31 毎日の食卓 4,000 212,437 4,248,730	1992/1/31 YEP 4,000 212,437 4,248,730	1992/3/25 NFC 4,000 212,437 4,248,730	1992/3/25 NFC 4,000 212,437 4,248,730
WT 2 (枚)	1990/3/15~18 東急百貨店 4,500 市場買付 585,000	1990/7/23 A 4,500 26,027 585,807	1990/8/8 東急百貨店 4,500 26,205 589,822	1991/1/31 A 4,500 27,083 609,365	1991/2/1 東急百貨店 4,500 27,189 611,303	1991/7/31 A 4,500 27,251 613,142	1991/8/14 東急百貨店 4,500 27,450 617,825	1992/1/31 毎日の食卓 4,500 28,097 654,879	1992/1/31 YEP 4,500 28,097 654,879	1992/3/25 NFC 4,500 28,097 654,879	1992/3/25 NFC 4,500 28,097 654,879
WT 3 (枚)	1990/3/22~23 東急百貨店 29,300 市場買付 3,367,000	? 700 市場売却 A 29,100 231,173 3,363,586	1990/8/14 東急百貨店 29,100 232,758 3,388,627	1991/1/31 A 29,100 240,574 3,500,348	1991/2/1 東急百貨店 29,100 241,388 3,511,801	1991/7/31 A 29,100 242,094 3,522,470	1991/8/14 東急百貨店 29,100 243,798 3,547,265	1992/1/31 毎日の食卓 29,100 258,430 3,723,818	1992/1/31 YEP 29,100 258,430 3,723,818	1992/3/25 NFC 29,100 258,430 3,723,818	1992/3/25 NFC 29,100 258,430 3,723,818
WT 4 (枚)	東急百貨店 30,000 市場買付 10,554,000	1990/7/23 A 30,000 81,481 12,222,110	1990/8/8 東急百貨店 30,000 82,039 12,305,907	1991/1/31 A 30,000 84,785 12,718,196	1991/2/1 東急百貨店 30,000 85,132 12,789,730	1991/7/31 A 30,000 88,180 14,423,944	1991/8/14 東急百貨店 30,000 88,637 14,825,814	1992/1/31 毎日の食卓 30,000 102,847 15,247,755	1992/1/31 YEP 30,000 102,847 15,247,755	1992/3/25 NFC 30,000 102,847 15,247,755	1992/3/25 NFC 30,000 102,847 15,247,755
株 1	東急百貨店 1,000 (内外証券の玉)	1991/7/29 B 1,000 1,248,670	1991/8/12 東急百貨店 1,000 1,258,417	1992/1/31 毎日の食卓 1,000 1,389,597	1992/1/31 YEP 1,000 1,389,597	1992/3/25 NFC 1,000 1,389,597	1992/3/25 NFC 1,000 1,389,597	1992/3/25 NFC 1,000 1,389,597	1992/3/25 NFC 1,000 1,389,597	1992/3/25 NFC 1,000 1,389,597	1992/3/25 NFC 1,000 1,389,597
株 2	東急百貨店 700 (内外証券の玉)	1991/7/29 B 700 1,152,245	1991/8/12 東急百貨店 700 1,161,253	1992/1/31 毎日の食卓 700 1,278,562	1992/1/31 YEP 700 1,278,562	1992/3/25 NFC 700 1,291,084	1992/3/25 NFC 700 1,291,084	1992/3/25 NFC 700 1,291,084	1992/3/25 NFC 700 1,291,084	1992/3/25 NFC 700 1,291,084	1992/3/25 NFC 700 1,291,084



A社 直取引

A 社	株 1	1,000	1990/3/28 B 1,000 2,740 2,740,000	1990/4/11 A 1,000 2,758 2,758,000	1990/9/25 B 1,000 2,758 2,758,000	1990/12/20 C 1,000 2,838 2,838,000	1991/2/20 D 1,000 2,898 2,898,000	1991/4/10 C 1,000 2,946 2,946,000	1991/5/24 E 1,000 2,992 2,992,000	1991/6/28 C 1,000 3,039 3,039,000	1991/6/28 株松総合 F 1,000 3,049 3,049,000	1992/3/19 毎日の直卓 1,000 3,286 3,286,000	1992/3/19 NFE 1,000 3,286 3,286,000		
	株 2	1,000	1990/3/28 B 1,000 680 680,000	1990/4/11 A 1,000 684 684,000	1990/9/25 B 2,000 849 1,698,000	1990/12/20 C 2,000 873 1,746,000	1991/2/20 D 2,000 891 1,782,000	1991/4/10 C 2,000 905 1,810,000	1991/5/24 E 2,000 918 1,836,000	1991/6/28 C 2,000 932 1,864,000	1991/6/28 株松総合 F 2,000 935 1,870,000	1992/3/19 毎日の直卓 2,000 1,006 2,012,000	1992/3/19 NFE 2,000 1,006 2,012,000		
	株 3	1,000	1990/5/25 1,000 市場買付	1990/9/25 B 1,000 850 850,000	1990/12/20 C 1,000 875 875,000	1991/2/20 D 1,000 893 893,000	1991/4/10 C 1,000 910 910,000	1991/5/24 E 1,000 922 922,000	1991/6/24 C 1,000 937 937,000	1991/6/28 株松総合 F 1,000 940 940,000	1992/3/29 毎日の直卓 1,000 1,012 1,012,000	1992/3/29 NFE 1,000 1,012 1,012,000			
	株 4	3,000	1989/9/26 C 3,000 1,350 4,050,000	? 1,500 市場売却	1990/4/11 A 1,500 1,599 2,398,500	1990/9/25 B 1,500 1,599 2,398,500	1990/12/20 C 1,500 1,646 2,469,000	1991/2/20 D 1,500 1,681 2,521,500	1991/4/10 C 1,500 1,707 2,560,500	1991/5/24 E 1,500 1,734 2,601,000	1991/6/28 C 1,500 1,760 2,640,000	1991/6/28 株松総合 F 1,500 1,766 2,649,000	1992/3/19 毎日の直卓 1,500 1,901 2,851,500	1992/3/19 NFE 1,500 1,901 2,851,500	
	株 5	300	1988/9/24 F 300 9,543 2,862,900	1990/3/28 C 300 10,318 3,095,400	1990/4/11 A 300 10,407 3,122,100	1990/9/25 B 306 10,202 3,121,812	1990/12/20 C 306 10,493 3,210,858	1991/2/20 D 306 10,718 3,278,096	1991/4/10 C 306 10,897 3,334,482	1991/5/24 E 306 11,056 3,383,136	1991/6/28 C 306 11,233 3,437,298	1991/6/28 株松総合 F 306 11,267 3,447,702	1992/3/19 毎日の直卓 306 12,182 3,447,702	1992/3/19 NFE 306 12,182 3,447,702	
	株 6	300	1990/3/28 B 300 2,460 738,000	1990/4/11 A 300 2,480 744,000	1990/9/25 B 300 2,830 849,000	1990/12/20 C 300 2,916 874,800	1991/2/20 YAF 300 2,977 893,100				1991/12/20 YEP 300 3,217 965,100	1991/12/20 株 300 3,217 965,100	1991/12/20 株 300 3,217 965,100		
	株 7	800				1990/9/25 B 800 828 662,400	1990/12/20 C 800 853 682,400	1991/2/20 YAF 800 871 696,800				1991/12/20 YEP 800 946 756,800	1991/12/20 株 800 946 756,800	1991/12/20 株 800 946 756,800	
	株 8	399	1987/9/28 G 399 2,995 1,195,005	1990/3/28 C 399 2,699 1,076,901	1990/4/11 A 399 2,715 1,083,285	1990/9/25 B 399 2,715 1,083,285	1990/12/20 C 399 2,794 1,114,806	1991/2/20 YAF 399 2,853 1,138,347				1991/12/20 YEP 399 3,095 1,234,905	1991/12/20 株 399 3,095 1,234,905	1991/12/20 株 399 3,095 1,234,905	
															↑ H社 7700より 32.9千株
	<div>日付 数量 品名(千株) 単価(円) 金額(円)</div>														

石 籠 言 忍 有 限 公 司

（以下、「甲」という）、日本ファクター株式会社（以下、「乙」という）及び山一證券株式会社（以下、「丙」という）は、下記のとおり確認する。

## 記

1. 別紙目録記載の有価証券にかかる取引の性質について甲と丙は乙を交え協議したところ、本日現在、乙は甲に対して金銭消費貸借契約に基づく借入金債務（元利金合計 〇, 〇〇, 〇〇, 〇〇 円）を負担し、別紙目録記載の有価証券をこれに対する担保として差し入れているものであることを確認・合意した。

2. 乙は前項で確認した借入金債務を本日一括現金をもって甲に返済する。

3. 甲は前項による借入金債務の返済と引換えに、乙より担保として預った別紙目録記載の有価証券を乙に返還する。



本確認の証として本書3通を作成し、甲・乙・丙記名捺印のうえ、各1通を保有する。

平成3年12月〇日

(甲)

(乙) 日本ファクター株式会社

(丙) 山一證券株式会社

	日本ファクター	NFキビブル	NF企業	アイ・オー・シー	エム・アイ・エス	簿面計	時価計	評価損益計
91.12	123,957,935	0	0	0	0	123,957,935	0	0
	123,957,935	0	0	0	0	150,449,718	0	0
	123,957,935	0	0	0	0	150,449,718	0	0
92.3	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	43,352,810	-130,468,453
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	0	0
92.10	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	45,196,349	-131,369,918
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	0	0	173,821,263	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	93,385,465	30,849,270	183,601,001	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	93,385,465	30,849,270	183,601,001	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	93,385,465	30,849,270	183,601,001	0	0
	18,902,338	134,204,105	20,714,821	93,385,465	30,849,270	183,601,001	0	0
93.3	19,560,000	22,204,105	19,364,821	93,385,465	30,849,270	185,363,661	52,520,804	-132,842,858
	19,560,000	22,204,105	19,364,821	93,385,465	30,849,270	185,363,661	0	0
	19,560,000	22,204,105	19,364,821	93,385,465	30,849,270	185,363,661	0	0
	19,560,000	22,204,105	19,364,821	93,385,465	30,849,270	185,363,661	0	0
	19,560,000	22,204,105	19,364,821	93,385,465	30,849,270	185,363,661	0	0
	19,560,000	22,204,105	19,364,821	93,385,465	30,849,270	185,363,661	0	0
	19,560,000	22,204,105	19,364,821	93,385,465	30,849,270	185,363,661	0	0
	19,560,000	22,204,105	19,364,821	93,385,465	30,849,270	185,363,661	56,022,295	-129,341,368
93.10	89,500,000	39,364,105	21,584,821	19,605,465	30,849,270	190,023,661	0	0
	89,500,000	39,364,105	21,584,821	30,315,465	32,023,270	191,167,661	0	0
	89,500,000	39,364,105	21,584,821	30,315,465	32,023,270	191,167,661	0	0
	89,500,000	39,364,105	21,584,821	30,315,465	32,023,270	191,167,661	0	0
	89,500,000	39,364,105	21,584,821	30,315,465	32,023,270	191,167,661	0	0
	89,500,000	39,364,105	21,584,821	30,315,465	32,023,270	191,167,661	0	0
94.3	19,420,000	89,960,000	20,940,000	30,315,465	32,023,270	192,658,735	50,811,141	-141,847,594
	19,420,000	89,960,000	20,940,000	30,315,465	32,023,270	192,658,735	0	0
	19,420,000	89,960,000	20,940,000	30,315,465	32,023,270	192,658,735	0	0
	19,420,000	89,960,000	20,940,000	30,315,465	32,023,270	192,658,735	0	0
	19,420,000	89,960,000	20,940,000	30,315,465	32,023,270	192,658,735	0	0
	19,420,000	89,960,000	20,940,000	30,315,465	32,023,270	192,658,735	0	0
	19,420,000	89,960,000	20,940,000	30,315,465	32,023,270	192,658,735	49,892,218	-142,766,517
94.10	27,730,000	89,960,000	24,020,000	19,845,465	31,339,270	192,894,735	0	0
	27,730,000	89,960,000	24,020,000	19,845,465	31,339,270	192,894,735	0	0
	27,730,000	89,960,000	24,020,000	19,845,465	31,339,270	192,894,735	0	0
	27,730,000	89,960,000	24,020,000	19,845,465	31,339,270	192,894,735	0	0
	27,730,000	89,960,000	24,020,000	19,845,465	31,339,270	192,894,735	0	0
	27,730,000	89,960,000	24,020,000	19,845,465	31,339,270	192,894,735	0	0
95.3	19,730,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	196,274,735	58,968,648	-139,308,087
	19,730,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	196,274,735	0	0
	19,730,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	196,274,735	0	0
	19,730,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	196,274,735	0	0
	19,730,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	196,274,735	0	0
	19,730,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	196,274,735	0	0
	19,730,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	196,274,735	47,110,035	-149,164,700
95.10	44,320,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	197,254,735	0	0
	44,320,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	197,254,735	0	0
	44,320,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	197,254,735	0	0
	44,320,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	197,254,735	0	0
	44,320,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	197,254,735	0	0
	44,320,000	25,250,000	22,950,000	19,845,465	31,339,270	197,254,735	0	0
96.3	29,770,000	32,955,000	22,118,000	19,845,465	31,339,270	197,857,735	50,807,687	-147,050,048
	29,770,000	32,955,000	22,118,000	19,845,465	31,339,270	197,857,735	0	0
	29,770,000	32,955,000	22,118,000	19,845,465	31,339,270	197,857,735	0	0
	29,770,000	32,955,000	22,118,000	19,845,465	31,339,270	197,857,735	0	0
	29,770,000	32,955,000	22,118,000	19,845,465	31,339,270	197,857,735	0	0
	29,770,000	32,955,000	22,118,000	19,845,465	31,339,270	197,857,735	0	0
	29,770,000	32,955,000	22,118,000	19,845,465	31,339,270	197,857,735	50,082,905	-147,774,830
96.10	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
97.3	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	48,630,911	-149,278,824
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	53,234,028	-144,675,707
97.10	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	0	0
	32,550,000	32,955,000	19,390,000	19,845,465	31,339,270	197,909,735	48,424,805	-128,830,193

8. 既発債売買上位法人調

山一証券株式会社  
法人営業第二部 (単位: 百万円・億円)

順位	(コード) 法人名	((役職名)) (コード) 担当者名	当社との関係	資本金又は 預金量	業 種	単純売買		着地取引		現先売買		売買高合計	債券先物		新発債 消化額	取引開始 年月日	備 考
						売	買	売	買	売	買		売	買			
1	エヌエフホール											1,853.848					
2	日本フーズ											1,441.289					
3	■■■■■				精製							676.267					
4	■■■■■				金融							418.251					
5	エヌエフ企業											359.036					
6	■■■■■				金融							309.197					
7	エヌエフ証券											183.120					
8	■■■■■				建設							158.027					
9	■■■■■				非鉄							117.642					
10	■■■■■				商業							93.082					
11	■■■■■				食品							77.910					
12	■■■■■				サービス							77.569					
13	■■■■■				セメント							76.400					
14	■■■■■				住宅販売							7.200					
15	■■■■■				金融							46.855					
16	■■■■■				食品							46.780					
17	■■■■■				家電							46.584					
18	■■■■■				他産業							42.302					
19	■■■■■				医薬							42.282					
20	■■■■■				セメント							40.060					
合 計 (A)																	
売 買 高 等 合 計 (B)																	
A/B %																	

(記載上の注意) (1) 検査日前1年間の売買高上位20社を記載する。ただし、検査日前1年間の売買高の算出が困難な場合は、検査日直前の3月又は9月を最終月とする1年間でも差し支えない。  
(2) 売先及び買先については、そのピーク時の残高を「売先」と及び「買先」欄の上段に( ) 記す。

8. 既発債元高上位法人調

山一証券株式会社  
法人営業第二部 (単位: 百万円・億円)

順位	(コード) 法人名	((役職名)) (コード) 担当者名	当社との関係	資本金又は 預金量	業種	単純元高		着地取引		現元元高		元高合計	債券先物		新発債 消化額	取引開始 年月日	備考
						元	百	元	百	元	百		元	百			
1			幹事	20258	精食	10,177	10,177			327,978	327,934	676,267				71.12.16	
2			幹事		金融	132,370	147,881			69,000	69,000	448,251				87.12.17	
3			〃(〃)		〃	167,825	141,371					309,197				87.9.29	
4			幹事	15,066	建設	47,599	50,427			30,000	30,000	158,027				71.12.16	
5			〃	45,245	非鉄	37,013	56,229			12,200	12,200	117,642				89.8.11	
6			〃	8863	商業	46,117	46,117			350	350	93,082				71.12.16	
7			〃	11495	食品					38,955	38,955	77,910				87.12.16	
8			〃	31,773	T-CR	33,852	33,716			5,000	5,000	77,569				83.3.22	
9			〃	43,578	セメント					38,200	38,200	76,400				72.1.4	
10			幹事	300	信託					33,600	33,600	67,200				76.9.13	
11			幹事	500	金融	16,555				15,300	15,300	46,855				89.10.12	
12			幹事	4241	食品					23,390	23,390	46,780				86.11.11	
13			〃	34,106	家電	4529	2054			20,000	20,000	46,504				71.12.10	
14			〃	2632	化学					21,151	21,151	42,302				85.2.1	
15			〃	12037	医薬					21,141	21,141	42,282				78.6.30	
16			〃	18397	機械					20,030	20,030	40,060				81.7.31	
17			〃	203,368	自動車					20,000	20,000	40,000				71.12.16	
18			〃	43,103	化学					19,500	19,500	39,000				71.12.16	
19			〃	17242	建設	773	950			18,000	18,000	37,723				71.12.16	
20			〃	188,297	通信機	27,324				5,000	5,000	37,324				85.1.10	
合計 (A)						423,834	458,922			738,715	738,757	2,490,455					
元高合計 (B)						620,582	558,452			112,203	102,143	3,221,390				15	
A/B						84.4	87.5			72.3	72.3	77.3			0		

(記載上の注意) (1) 検査日前1年間の元高上位20社を記載する。ただし、検査日前1年間の元高額の算出が困難な場合は、検査日直前の3月又は9月を最終月とする1年間でも差し支えない。

(2) 元現先及び買着地については、そのピーク時の残高を「元現先」及び「買着地」欄の上段に( )で示す。

発行日	発行額	利率	償還日	発行日	発行額	償還日	コール
A 1	\$200,000,000	6.000%	2004/1/30	1997/1/16	\$7,800	75,543	
A 2	\$531,000,000		2015/8/15				

日付  
発行日  
償還日  
利率  
発行額  
償還額  
残高  
コール

※ A 1 の動き

1997/1/16	A 1	YIE	75,505	\$200,000,000.00	\$185,063,832.43	512,517	J1
-----------	-----	-----	--------	------------------	------------------	---------	----

1997/1/17	YIE	YIME	97,515300%	\$200,000,000.00	\$185,063,832.43	512,517	J2
-----------	-----	------	------------	------------------	------------------	---------	----

1997/1/30	X 2	YIME	97,720870%	\$200,000,000.00	\$185,441,340.00	512,517	J4
-----------	-----	------	------------	------------------	------------------	---------	----

1997/4/30	YBK	YAL	97,739400%	\$100,000,000.00	\$89,239,400.00	512,517	J11
-----------	-----	-----	------------	------------------	-----------------	---------	-----

1997/4/30	YAL	YBK	97,775000%	\$100,000,000.00	\$89,275,000.00	512,517	J14
-----------	-----	-----	------------	------------------	-----------------	---------	-----

1997/7/31	YBK	YAL	97,836900%	\$100,000,000.00	\$89,836,900.00	512,517	J17
-----------	-----	-----	------------	------------------	-----------------	---------	-----

1997/11/28	YBN	YAL	97,873900%	\$80,000,000.00	\$72,727,453.00	512,517	J26
------------	-----	-----	------------	-----------------	-----------------	---------	-----

1997/12/5	Z	YST	75,662000%	\$200,000,000.00	\$185,490,666.67	512,517	J31
-----------	---	-----	------------	------------------	------------------	---------	-----

※ A 2 2015/8/15の動き

?	YST	X 1	YST	残高
---	-----	-----	-----	----

?	YST	X 1	YST	残高
---	-----	-----	-----	----

?	YST	X 1	YST	残高
---	-----	-----	-----	----

1994/12/16	YST	X 1	YST	29,597,000%	\$531,000,000.00	\$157,160,070.00	JJ1
------------	-----	-----	-----	-------------	------------------	------------------	-----

1994/12/28	YBN	X 1	YBN	28,2477%	\$531,000,000.00	\$155,278,737.00	JJ2
------------	-----	-----	-----	----------	------------------	------------------	-----

1994/12/28	YBN	X 2	YBN	29,25%	\$531,000,000.00	\$155,317,500.00	JJ3
------------	-----	-----	-----	--------	------------------	------------------	-----

1997/1/10	YBN-X 2	Blank	Blank	Blank	Blank	Blank	JJ4
-----------	---------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,347000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ5
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	-----

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ6
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	-----

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,347000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ7
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	-----

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ8
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	-----

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ9
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	-----

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ10
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ11
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ12
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ13
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ14
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ15
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ16
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ17
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ18
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ19
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ20
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ21
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ22
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ23
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ24
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ25
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ26
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ27
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ28
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ29
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

1997/1/30	YBN	X 2-YBN	YBN	27,350000%	\$531,000,000.00	\$145,185,028.00	JJ30
-----------	-----	---------	-----	------------	------------------	------------------	------

YST 山一證券 (株)  
YIE 山一証券 (株)  
YIA 山一証券 (株)  
YIM 山一証券 (株)  
YBN 山一証券 (株)  
YAL 山一証券 (株)



日付(月日)	買手約 (百万円)	平均レート (円)	売手約 (百万円)	平均レート (円)	引当金 (百万円)	引当金 (百万円)
1992年1月1日	4,660	148.7222	2,338	151.9149	147.70	5,091
1992年1月1日	360	242.5224	1,070	260.9478	273.25	4,319
1992年1月1日	3,481	91.6860	3,669	90.5321	92.00	5,249
1992年1月1日						4,100
1992年1月1日	5,520	147.3430	1,754	149.8156	144.45	6,558
1992年1月1日	1,720	272.0221	1,070	269.2923	270.44	4,336
1992年1月1日	4,338	93.0520	6,640	92.1661	92.36	4,289
1992年1月1日						15,163
1992年1月1日	5,399	148.8830	1,238	147.0884	138.05	35,447
1992年1月1日	1,500	286.3908	1,190	264.1402	259.20	4,882
1992年1月1日	7,650	92.8933	5,884	90.9239	89.32	5,574
1992年1月1日						37,755
1992年1月1日	5,199	146.9389	1,038	148.2240	129.40	71,845
1992年1月1日	1,500	285.1119	1,850	261.2127	252.85	4,782
1992年1月1日	2,973	89.4033	4,784	90.3350	85.41	11,593
1992年1月1日						64,814
1992年1月1日	5,090	146.8271	1,038	148.4088	133.40	52,785
1992年1月1日	1,020	280.3253	1,090	261.3418	258.86	1,210
1992年1月1日	1,400	93.0993	3,182	89.6697	88.49	2,099
1992年1月1日						54,254
1992年1月1日	4,965	146.7994	1,038	148.4880	138.75	37,711
1992年1月1日	780	281.7651	780	260.8146	258.12	741
1992年1月1日	1,300	93.1804	3,082	89.7289	89.61	4,281
1992年1月1日						42,734
1992年1月1日	4,988	147.0475	1,000	149.4987	131.15	60,918
1992年1月1日	780	280.4885	810	258.5380	257.05	1,477
1992年1月1日	1,300	93.0705	3,082	89.5318	88.02	1,907
1992年1月1日						64,300
1992年1月1日	4,910	147.3809	983	149.6969	132.20	57,241
1992年1月1日	780	258.3474	780	257.2588	254.02	849
1992年1月1日	1,300	93.0807	3,082	89.4607	88.95	208
1992年1月1日						58,296
1992年1月1日	2,263	147.6345	983	149.6969	140.95	6,529
1992年1月1日	780	259.4519	350	256.4700	247.30	6,024
1992年1月1日	1,300	93.0807	0	0.0000	82.96	13,131
1992年1月1日						25,584
1992年1月1日	2,021	148.4166	833	152.1091	137.40	10,016
1992年1月1日	760	258.8255	220	256.2030	232.82	14,620
1992年1月1日	1,300	93.1097	0	0.0000	78.34	19,201
1992年1月1日						43,836
1992年1月1日	1,921	148.7634	733	152.8408	137.85	9,976
1992年1月1日	760	258.2259	220	255.3165	236.27	12,452
1992年1月1日	1,300	93.1563	0	0.0000	80.15	10,908
1992年1月1日						39,337
1992年1月1日	1,921	148.9919	733	152.8408	137.75	10,534
1992年1月1日	760	257.2372	220	254.8982	225.08	17,879
1992年1月1日	1,300	93.0381	0	0.0000	76.68	21,260
1992年1月1日						49,679
1992年1月1日	1,921	149.5399	683	154.5885	137.80	11,066
1992年1月1日	760	256.3942	220	254.3352	231.23	14,042
1992年1月1日	1,220	92.9024	0	0.0000	78.59	17,461
1992年1月1日						42,589
1992年1月1日	1,921	149.6006	683	154.5885	137.15	12,007
1992年1月1日	760	258.0212	220	253.2616	231.10	14,065
1992年1月1日	1,170	92.7789	0	0.0000	78.82	16,560
1992年1月1日						42,838
1992年1月1日	1,921	149.6006	683	154.5885	132.85	17,330
1992年1月1日	648	257.7354	148	253.4478	232.02	13,492
1992年1月1日	1,090	92.5878	0	0.0000	79.79	13,950
1992年1月1日						44,772
1992年1月1日	1,821	150.1490	683	155.1938	130.85	18,517
1992年1月1日	500	264.1103	30	253.9445	228.07	17,274
1992年1月1日	1,090	92.4286	0	0.0000	78.31	15,389
1992年1月1日						51,180
1992年1月1日	1,821	150.1497	683	155.1938	130.05	19,427
1992年1月1日	500	263.1649	30	252.0119	229.93	15,955
1992年1月1日	1,059	92.1996	0	0.0000	80.26	12,023
1992年1月1日						48,005
1992年1月1日	1,821	150.1490	683	155.1938	126.20	23,808
1992年1月1日	490	263.6167	30	252.0119	235.74	13,270
1992年1月1日	1,039	92.1470	0	0.0000	83.03	9,473
1992年1月1日						40,551
1992年1月1日	1,821	150.8039	683	155.8288	125.90	24,500
1992年1月1日	485	263.5327	30	252.0119	224.20	18,242
1992年1月1日	979	91.7211	0	0.0000	77.81	13,619
1992年1月1日						56,770
1992年1月1日	1,821	150.8039	683	155.8288	129.30	21,040
1992年1月1日	425	264.3085	0	0.0000	277.78	15,533
1992年1月1日	929	91.2908	0	0.0000	78.90	11,491
1992年1月1日						48,034
1992年1月1日	1,821	150.8039	683	155.8288	132.85	17,000
1992年1月1日	415	264.2150	0	0.0000	230.16	13,884
1992年1月1日	879	91.2445	0	0.0000	80.76	9,216
1992年1月1日						40,099
1992年1月1日	1,340	151.3070	295	150.5045	133.50	22,406
1992年1月1日	275	284.8425	0	0.0000	236.54	7,783
1992年1月1日	585	89.9588	0	0.0000	80.54	5,322
1992年1月1日						35,511
1992年1月1日	1,240	152.5734	245	148.5041	129.05	24,403
1992年1月1日	265	260.1005	0	0.0000	235.03	6,844
1992年1月1日	480	89.7495	0	0.0000	80.03	4,471
1992年1月1日						35,517
1992年1月1日	1,240	152.5734	220	148.5226	125.45	26,557
1992年1月1日	225	259.8313	0	0.0000	234.93	4,703
1992年1月1日	387.88	89.7457	0	0.0000	82.48	2,071
1992年1月1日						35,931
1992年1月1日	1,340	152.5734	20	160.3260	127.65	30,251
1992年1月1日	95	260.4238	0	0.0000	240.15	1,394
1992年1月1日	141.212	89.6072	0	0.0000	80.48	442
1992年1月1日						32,087
1992年1月1日	1,240	152.5734	20	160.3260	122.90	36,046
1992年1月1日	95	260.4238	0	0.0000	243.37	1,858
1992年1月1日	141.212	89.6072	0	0.0000	80.95	375
1992年1月1日						38,080

	外貨債権 (21月)	計 千 円 (百万)	平均レート	売 手 約 (百万)	平均レート	引当金 (11月)	引当金 (百万円)
(1992年)	米ドル	1,240	152.5734	20	160.3260	118.00	▲ 41,048
9月末日	英ポンド	95	260.8230	0	0.0000	213.13	▲ 4,531
現在	独マルク	134.512	89.4397	0	0.0000	84.46	▲ 870
							▲ 40,249
10月末日	米ドル	1,208	152.7540	20	160.3260	123.25	▲ 34,899
現在	英ポンド	91	260.0935	0	0.0000	193.38	▲ 6,088
	独マルク	131.812	89.2425	0	0.0000	80.32	▲ 1,176
							▲ 42,143
11月末日	米ドル	1,108	152.8098	0	0.0000	124.75	▲ 32,844
現在	英ポンド	85	259.7409	0	0.0000	188.30	▲ 6,050
	独マルク	107.6	87.8180	0	0.0000	77.94	▲ 1,083
							▲ 39,957
12月末日	米ドル	1,103	153.1583	0	0.0000	124.35	▲ 31,778
現在	英ポンド	75	259.0083	0	0.0000	187.71	▲ 5,347
	独マルク	107.6	87.8180	0	0.0000	77.31	▲ 1,131
							▲ 36,254
(1993年)	米ドル	1,103	153.1583	0	0.0000	124.85	▲ 31,445
1月末日	英ポンド	75	259.0083	0	0.0000	189.22	▲ 5,234
現在	独マルク	107.6	87.8180	0	0.0000	78.59	▲ 993
							▲ 37,672
2月末日	米ドル	1,103	153.1583	0	0.0000	?	?
現在	英ポンド	75	259.0083	0	0.0000	?	?
	独マルク	107.6	87.8180	0	0.0000	?	?
							?
3月末日	米ドル	1,103	153.1583	0	0.0000	116.30	▲ 40,655
現在	英ポンド	75	259.0083	0	0.0000	173.43	▲ 6,418
	独マルク	107.6	87.8180	0	0.0000	71.88	▲ 1,715
							▲ 46,788
4月末日	米ドル	1,037	153.3450	0	0.0000	111.20	▲ 43,704
現在	英ポンド	71	258.7480	0	0.0000	174.71	▲ 5,907
	独マルク	105	87.9453	0	0.0000	70.31	▲ 1,818
							▲ 51,919
5月末日	米ドル	907	153.5447	0	0.0000	107.35	▲ 44,870
現在	英ポンド	65	258.5488	0	0.0000	187.23	▲ 5,936
	独マルク	80	86.8529	0	0.0000	97.55	▲ 1,542
							▲ 52,748
6月末日	米ドル	857	153.8578	0	0.0000	106.65	▲ 40,457
現在	英ポンド	54	258.6774	0	0.0000	181.36	▲ 5,255
	独マルク	60	86.8529	0	0.0000	83.16	▲ 1,893
							▲ 47,605
7月末日	米ドル	857	153.8578	0	0.0000	106.15	▲ 40,886
現在	英ポンド	54	258.6774	0	0.0000	157.53	▲ 5,407
	独マルク	60	86.8529	0	0.0000	81.10	▲ 2,058
							▲ 48,405
8月末日	米ドル	857	153.8578	0	0.0000	104.20	▲ 42,557
現在	英ポンド	54	258.6774	0	0.0000	155.23	▲ 5,580
	独マルク	60	86.8529	0	0.0000	82.31	▲ 1,981
							▲ 50,104
9月末日	米ドル	857	153.8578	0	0.0000	105.15	▲ 41,743
現在	英ポンド	54	258.6774	0	0.0000	158.71	▲ 5,398
	独マルク	60	86.8529	0	0.0000	64.91	▲ 1,753
							▲ 48,894
10月末日	米ドル	791	153.8767	0	0.0000	106.20	▲ 38,132
現在	英ポンド	50	258.2848	0	0.0000	161.22	▲ 4,853
	独マルク	77	86.8008	0	0.0000	64.75	▲ 1,887
							▲ 42,812
11月末日	米ドル	781	153.8715	0	0.0000	108.95	▲ 35,052
現在	英ポンド	44	257.9498	0	0.0000	162.12	▲ 4,211
	独マルク	52	86.0385	0	0.0000	63.81	▲ 1,156
							▲ 40,423
12月末日	米ドル	611	153.6711	0	0.0000	112.00	▲ 25,461
現在	英ポンド	36	257.4114	0	0.0000	165.98	▲ 3,292
	独マルク	52	86.0385	0	0.0000	64.95	▲ 1,097
							▲ 29,849
(1994年)	米ドル	611	153.6711	0	0.0000	109.90	▲ 26,741
1月末日	英ポンド	36	257.4114	0	0.0000	164.41	▲ 3,348
現在	独マルク	52	86.0385	0	0.0000	63.05	▲ 1,195
							▲ 31,288
2月末日	米ドル	611	153.6711	0	0.0000	104.20	▲ 30,227
現在	英ポンド	36	257.4114	0	0.0000	155.00	▲ 3,687
	独マルク	52	86.0385	0	0.0000	61.01	▲ 1,301
							▲ 35,215
3月末日	米ドル	611	153.6711	0	0.0000	103.15	▲ 30,868
現在	英ポンド	36	257.4114	0	0.0000	152.97	▲ 3,780
	独マルク	52	86.0385	0	0.0000	61.60	▲ 1,271
							▲ 35,899
4月末日	米ドル	551	153.5957	0	0.0000	102.55	▲ 28,126
現在	英ポンド	32	258.9682	0	0.0000	154.29	▲ 3,286
	独マルク	47	85.6782	0	0.0000	61.32	▲ 1,145
							▲ 32,557
5月末日	米ドル	551	153.5912	0	0.0000	104.50	▲ 27,049
現在	英ポンド	28	258.0300	0	0.0000	157.64	▲ 2,574
	独マルク	23	85.2031	0	0.0000	63.48	▲ 500
							▲ 30,123
6月末日	米ドル	118	153.1799	0	0.0000	98.80	▲ 6,308
現在	英ポンド	18	258.5030	0	0.0000	152.63	▲ 1,870
	独マルク	23	85.2031	0	0.0000	62.26	▲ 528
							▲ 8,705
7月末日	米ドル	0	0.0000	0	0.0000	98.45	0
現在	英ポンド	10	258.0222	0	0.0000	152.44	▲ 1,056
	独マルク	23	85.2031	0	0.0000	62.67	▲ 518
							▲ 1,574
8月末日	米ドル	0	0.0000	0	0.0000	98.80	0
現在	英ポンド	5	260.1382	0	0.0000	152.84	▲ 530
	独マルク	23	85.2031	0	0.0000	63.28	▲ 505
							▲ 1,041
9月末日	米ドル	0	0.0000	0	0.0000	0.00	0
現在	英ポンド	0	0.0000	0	0.0000	0.00	0
	独マルク	0.00	0.0000	0	0.0000	0.00	0

## 第6章 証券会社の経営システム

### —山一証券の破綻をめぐって—

はじめに

山一証券（以下、山一と略す）が1997年11月24日に自主廃業に向けた営業休止の申請を行い、同日、大蔵大臣より証取法第54条第2項に基づく「業務の方法に関する制限」、「会社財産の保全のための財務管理の制限」の命令が出された。より直接的な表現をすれば、大蔵省によって廃業を余儀なくされたということになる。かつては証券業界のトップの座に君臨していたこともある山一が、その100年といわれる歴史を終えることになった。山一が崩壊にいたった直接の原因が、いわゆる「トバシ」行為の継続の結果生じた2700億円にのぼる簿外債務とその違法な処理にあったことは明白な事実である。しかし、そのような結果を招いたものの根源を突き詰めていくと結局「経営」の問題に帰着する。

さて、本章は山一の問題を「経営」という視点から分析することを試みるものであるが、この課題の考察過程で、ますます理解が深まってきた思いは、山一の事件は、いわゆる日本型経営システムに深く根差したものであり密接な係わりをもったものであるということである。より正確にいうと日本型経営システムというよりも、それを基軸においた証券型経営システムとでもいったものが大きな影響を与えたものとみることができる。証券型経営システムを理解する場合、証券業界ないしは証券会社に内在する特異性に留意することが必要である。その特異性とは業界生成の歴史的過程と、相場の変動などたえざる変化への即応を要求される業務の性格に主として依拠したものであると思われる。以上、山一の経営破綻の背景として日本型経営システムがあり、それを背骨とした証券型経営システムの領域が存在することを述べた。

証券業界と一口にいても、山一の破綻までは4大証券（以下、4社と略す）を中心にして東京証券取引所会員会社が124社存在していた。アメリカの証券会社とは比較にならないほど非多樣的であり非個性的であるが、一つの日本的

証券経営という囲いのなかでは、各会社によって企業理念なり企業体質に違いが見られることは事実である。そのように考えると、たとえば特定の証券会社の経営を考察するに際しては、日本型経営システムそしてその枠組みのなかでの証券型経営システムに大きく規制されながらも、たとえば山一といったような個々の企業に内在する独自の経営体質も視野に入れた研究が必要とされる。本章の構成は上記の見地に立ったものである。

## 1. わが国の経営システム

上記の問題を、ここでは、2つの視点から考察する。その1は、「日本型経営」の特徴であり、その2としては、企業経営の中核機能といえるわが国の「経営者組織」である。前者であるが、「日本型経営」といわれるものはわが国独自の歴史、文化、風土、社会などの諸要因のなかで構築されてきたものと推察されるが、その特徴を分析する。後者の「わが国の経営者組織」においては株式会社の取締役会（board of directors）を中心に、その現実にも働いている機能面と役割に注目する。いわば日本型経営と日本型経営者組織の2つの領域が複合的に作用しあい影響をおよぼしあうことによって、わが国の経営システムが生まれてきたとの考え方に立脚している。

### (1) 日本型経営の特徴

日本型経営の特徴と呼ばれるものとしては一般的に次の3点が挙げられている。即ち(a)終身雇用制(b)年功序列賃金(c)企業内組合制である。本章ではそのうちの(a)と(b)を論述する。

#### (a) 終身雇用制

##### ① 終身雇用制の意味

戦後の高度成長のなかで、企業にとっての最重要課題は企業に対する忠誠心をもった労働力を確保することであった。その要請に応えるためには経営が労働側と長期的雇用関係を結ぶことが必要であった。一方、労働側もそうすることによって失業問題を定年まで回避することができるという利点があった。し

たがって終身雇用は成長期には不可欠なものとして存在してきたといえる。

ここで誤解してならないことは、終身雇用制は終身雇用契約ではないということである。あくまでも一つの慣行である。終身雇用制は企業側からみれば、株主の利益の源泉である利潤を追求する上で最も重要な変数である労働投入量の調整が、極めて制限されたシステムである。終身雇用制は制度ではなく合意の一種であるが、そうは言っても、わが国の企業にとって事実上、解雇権が法的にも制限されている点はアメリカとは大きな違いがある。法的制限については民法第628条や労働基準法第19条が示すところであるが<sup>2)</sup>、解雇そのものを制限しているわけではない。しかし実際には、これまでの判例をみると解雇権を経営上の理由から行使するのは困難なことなのである<sup>3)</sup>。こうしてみると、終身雇用制を経営者に対する解雇制限と労働者に対する期待権の制度と考えるのが妥当であるように思われる<sup>4)</sup>。

## ②一括採用制と内部昇進制度

終身雇用制はその仕組みとして必然的に新卒者の一括採用制を必要とする。企業を長期的に維持発展させるためには、自社にとって都合のよい従業員の採用が望まれる。そこで職場に対する先入観をもたない大学出（あるいは高校出）の新人を一括雇用し、企業内訓練を実施することによって企業に必要な技能や知識を蓄積させるとともに、企業に対する忠誠心を育てることが肝要になる。これまでは一括採用制と年功序列賃金とが作用しあって、中途採用制が定着をみなかったといえる。新入社員は会社で長期にわたって丸抱えされることにより、会社に対する忠誠心が自然に醸成され、いわゆる会社人間になることが期待されてきたのである。

次に内部昇進制度に触れる。この制度を簡略化していうと、取締役や上級管理者が従業員のなかから選ばれることである。基本的には経営者（エージェント）の責務は株主（プリンシパル）のために利益の最大化をはかることであると考え、社内外を問わず経営能力のある人材に経営を委託すべきであり、その視点にたてば、より多くの人材のいる外部から経営者を登用することが効率的であるといえる。また、企業組織のあり方をみると、アメリカのシステム

では労働者と彼等を管理する経営者とは全く異質の知識と能力が要求されるとされていて、そこに「経営者としての人材」が必要となる。しかしわが国のシステムでは協調によって生産性を高めることが大事とされ、管理者は人間関係や部門間の調整にあたることが重要な任務になっている。

内部昇進制度の問題点の一つとして、わが国の多くの企業においては、上級管理者になればなるほど昇進の基準が明確でなくなることである。一方では、わが国における一般株主の地位が低いことや株式持合制度が発達していることで、最高経営者の地位は保証されていて余程のことがない限り安泰であるといえる。以上のことが相俟って、ある一定以上の管理者は経営者（取締役）への昇進をめざして最高経営者に対する追従と迎合に陥りがちになり、やがてはそれに専念する危険性もなしとはしないのである。そしてそのことは最高経営者（会長、社長）の掌握している人事権を一層強固なものにし、一方、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの不在も重なり、最高経営者の権力構造をますます強大なものにしている。

#### (b) 年功序列賃金

これまでわが国の多くの企業では、学歴別に決められた初任給にはじまり、その後、勤続年数、年齢が増加するにつれて昇給させていく賃金体系をとってきた。このように、勤務年数の長短などが賃金の決定要因に大きく作用する体系が年功序列賃金といわれるものである。年功序列賃金は定期昇給制度を支柱としており終身雇用制と表裏の関係にある。

これまで、わが国の労働者の賃金は年齢に比例して、長期間にわたり、一貫して上昇を続けてきた。わが国では年功による賃金制は統計上でも明確であり、職種や能力・実績よりも年功が大きな意味をもっていることがわが国の経営システムの特徴であるといえる。わが国の労働者の意識においても年功序列賃金を肯定する考え方が根強いものと推察される。アメリカにおいても勤続年数にあわせて昇給はするが、わが国との相違は学歴や学位（博士位、修士位等）などの形式的要素からくる賃金格差が非常に大きいことである。したがってアメリカでは高い給与を得るために技術資格や学位の取得に努力することになる。

アメリカでは学位による賃金差が大幅なため、勤続年数による昇給は相対的に重要な問題とはならないといえる。

ボーナスや昇進による収入増は、元来能力や業務の実績によって決められるべきものであるが、わが国ではこれらに関する評価システムは相対的にきわめて曖昧なことが特徴である。わが国の評価は人格とか人柄などを含む全体的評価であり、とくに昇進・昇格にかかわる評価は一般的評判や上司に気にいられているとかいった不確実要素が重要になるのである。そのような感情的、情緒的なものが入るので、客観的指標で業績をあげても必ずしも出世するとは限らなかった。

#### ・官僚と終身雇用制＜補論＞

ここに、わが国の官僚制度にも付着している官の終身雇用のあり方に言及する。1. の「わが国の経営システム」は民の問題であり、本題とは直接の関係をもたないが、ここで取り上げた理由は2. の「証券会社の経営システム」および3. の「山一証券の破綻とその企業体質」の分析にあたって、官僚と証券業の癒着の構造と官による裁量行政の問題が重要な意味を持っているからである。

わが国における官僚・族議員・業界間の腐敗的構造は「鉄の三角関係」と称されているが<sup>6)</sup>、そのなかでも官僚の役割は図抜けて大きいものがある。その最大の理由はわが国の官僚機構が業種別に縦割りになっており、各省庁の所管業界が明確に区分けされているところにある。このことは各省庁がそれぞれ独立した組織であり、組織としての一体制が顕著であることを意味する。キャリア、ノンキャリアの枠のなかで忠実に職務を遂行している限り、年功序列賃金のなかで定年まで勤務を続け退職金が受けられる仕組みになっているのである。終身雇用制であり管理型組織であるといえる。そのようなシステムのなかでは当然のことながら国家・国民のことよりも自分の属する組織の利害を優先して考えることになりがちである。

その上で、民間会社と比べて超終身雇用制であると思われる点は、いわゆる「天下りマーケット」が存在してきたことである。規制権限や国民共有財産の

利用権を官僚組織が極端に手放したからないのは、それらが退職後の天下り先の確保に役立つからである。天下りは官僚のインセンティブとして重要な役割をはたしているが、天下りポストは退職時のポストの高さに関係するので、昇進による生涯便益は存職時の給与格差よりもはるかに大きいものとなる。

アメリカの高級官僚にも退職後の仕事に対するインセンティブは存在するが、アメリカ官僚の退職後の労働市場は個人単位であり、組織ぐるみで各業界に割り当ててゐるわが国の仕組みと全く異質なものである。

## (2) わが国の経営者組織

この問題を(a)取締役会の構成、(b)取締役会の運営、(c)わが国の取締役会の問題点の3項目に分けて考察する。

### (a) 取締役会の構成

企業の意志決定や諸活動の調整を行う、いってみれば企業組織の中核機能を担う核となるものを経営者組織と呼ぶとすれば、代表的企業形態である株式会社の経営者組織は取締役会であるといえる。

経営者機能の中心は革新(innovation)である<sup>7)</sup>。それは古いものを破壊し新しいものを創造する創造的破壊の動態的課程であるといえる。経営者組織すなわち取締役会はこのような革新を遂行するに値する構造をもつことが強く求められる。そして革新の源泉が外部環境に由来することが多いこと、ならびに革新が既存の構造と行動の破壊にあることにかんがみると取締役会が外部取締役(outside directors)と内部取締役(inside directors)両者から構成されるのが妥当であるということになる。外部取締役は一般的に非常勤であり、広い視野と深い経験により、取締役会の意志決定が内部事情による独善に陥らないように貢献する役割をもっている。これに対し内部取締役は常勤であり、取締役会の意志決定に内部環境の事情を反映させて、意志決定の結果を執行するのが役割である。

ここで、日米の取締役会を比較することによって、わが国の取締役会の実態を明らかにする。アメリカの公開企業を平均すると全取締役の70%が外部取締

役によって占められている。そして最近ますます外部取締役のウェイトが高まる傾向にあるといわれている。また外部取締役の多様化が進んでいて、従来からの大株主、元役員、取引先金融機関・企業からの取締役に加えて公益代表、マイノリティー代表、そして学者などからの取締役もみられるところである。第2の特徴としては、アメリカの取締役会には各種委員会が設けられ、取締役会をこれら委員会が支えている。主な委員会としては経営委員会（executive committee）、財務委員会、給与・賞与委員会、監査委員会、業績評価委員会、社会活動委員会、ストック・オプション委員会などがあげられる。そして外部取締役は経営委員会を除く他の委員会で活用されている。

一方、わが国の取締役会の特徴であるが第1に、取締役の数が多く、大企業においては取締役が40～50名に達しているのが通常であった。第2は、取締役の大部分（90%以上）が社内昇進の内部取締役で占められており、また外部取締役が全く存在しない会社が多数見受けられる。第3としては取締役の多くが部長・支店長など部門管理者を兼任しており業務執行を担当していることが指摘される。

#### (b) 取締役会の運営

取締役会の開催頻度をみると日米とも平均月1回程度であり、これでは変化の時代に多様な意志決定を行うことは不可能である。その対策としてとられてきたアメリカの方式は、先に説明したところの委員会制度である。他方、わが国でとられている仕組みは内部取締役の一部で取締役会とは別の常設会議体を設置し、それを実質的経営者組織としており、形式的要件を整える必要のあるものを取締役会にかけるというものである。その常設会議体は常務会と一般的に呼ばれている。そしてその常務会の性格が社長の諮問機関であれ、社長の協議機関であれ、最終決定権は社長個人に属し、たとえ合議決定機関であるとしても、副社長以下の人事権を握っている社長の意向に反するような決定は事実上ありえないのである。

したがって経営者システムから見ても、たとえばある経営戦略が非倫理的であり反社会的行為につながると思われたとしても、社長以外の取締役はそれら



を批判したり牽制することは極めて困難であり、すべての思考や意思決定、実行は社長に帰属しているのである。そのような無抵抗な環境のなかにあつては、社長は自己の精神の退廃に気づかないまま、会社に不幸な結果をもたらすことになりがちである。

#### (c) わが国の取締役会の問題点

1950年の商法改正は取締役会制度を導入したが、すでに確立されていた内部職階制（会長－社長－副社長－専務－常務－平取の縦のライン）がそのまま残って現在に至っているところに取締役会の問題の根源があると考えられる。社長を頂点としたピラミッド型の内部職階制が残る限り取締役会の代表取締役に對する業務監督は機能しえない。その上、この内部職階制に基づく取締役の地位の分化から、取締役会の決定機能もまた実質的には常務会に移ることになり、その結果取締役会そのものも事後追認型の会議になり、決定面でも監督面でも取締役会が機能しない仕組みができあがっているのである。

上記のような経営構造の問題点としては、①取締役会の非機能化による内部事情に偏重した狭い視野による経営、②監督機能の欠如による独善的経営の危険性、③意志決定においてグレシャムの法則に陥る可能性などが考えられる<sup>8)</sup>。要するにわが国の取締役制度の根源にある問題点は取締役に對する人事権を取締役会の被監査人であるべき社長が掌握している所にある。

### (3) 日本型経営システムの形成

日本型経営システムの形成をわが国の歴史的過程から分析する手法は重要である。その場合、歴史上のどの時代に日本型経営システムの原形が形成されたかについては、いくつかの議論がみられるところである。たとえば、時代区分でとらえると、鎌倉時代、江戸時代、明治時代、第1次世界大戦後、日中戦争時代、第2次世界大戦時代などさまざまな見解がある。

それらのなかにあつて、日本型経営システムは江戸時代からの伝統であるとの研究が有力視されているように思われる。300年間の長期にわたる、わが国の鎖国政策のなかで形成された江戸時代の「藩」の基礎的精神である運命共同

体的な人間管理のシステムが、わが国社会の組織のあり方の基本となったとする考え方である<sup>9)</sup>。

その特徴は、①全人格的、生涯的所属、②全体に対する献身、③しつけ教育と年功による地位の序列、④人の和と協力、⑤権威主義的管理、⑥全生活面における恩情主義的配慮などである。

これらの、いわばムラ的關係に発する集団主義的思想が日本型企业経営に大きな影響と役割をあたえながら最近にいたったというのが実状であると考えられる。

上記のような企業の構造的機能を経営者の立場としてみると、企業（株式会社）を自分を長（おさ）とするムラ、ないしはイエといった感傷的、情緒的な生活の場としてとらえ、企業を経済行為の手段として考える意識が稀薄であり、公と私のあいまいさが企業システムを日本的なものにしてきた。アメリカの経営者は、企業を経済行為のための‘vehicle’と考えているのに対し、わが国の経営者は企業をあたかも自分の分身と考えるような甘さがあったように思われる。

## 2. わが国証券会社の経営システム

上記の問題を3つの論点にわけて分析する。1. 証券業のもつ特殊性と証券会社の経営、2. 4社体制の枠組みと4社間競争、3. 証券会社の経営者組織と経営システム、である。

### (1) 証券業のもつ特殊性と証券会社の経営

現在直面している証券会社の苦悩の根源は、もちろんバブル崩壊後の株式相場の低迷にもあるが、より重要なことは、証券業が他の諸産業とその業務の性格において全く異質なものであるにもかかわらず、1で述べてきたところの日本型経営システムを戦後から現在に至るまで、疑念を抱くことなく当然のこととして踏襲してきたところにある。見方によれば、わが国の社会慣習や社会制度の存在が、終身雇用や年功序列賃金、従業員福祉などにみられる日本型経営

システム以外の道を証券会社の経営が選択することを許さなかったともいうことができる。

ここで、証券業の特殊性とは何であるかについて具体的に分析し、続いて証券会社の経営がそれに対応すべき（あるいは対応すべきであった）留意点について考察する。

#### (a) 証券会社の特殊性について

証券業に固有であると考えられる特徴（他業種との異質性）は4点指摘できる。

第1は、証券会社の基本的業務は「変化」への対応であるということである。変化の内容は多数存在するが、たとえば市況の変動、市場構造の変化、投資技術の進歩、新商品の開発とそのライフ・サイクルの推移、異常ともいえる業者間競争、投資家ニーズへの対応等であり、さまざまな変化に応じて、証券会社は機敏に頻繁に組織構造や人事構成を変える必要があるということである。

第2は、証券業は「人間産業」であるという点である。すなわち、証券会社では人間だけが商品販売の責任を負っているのである。一般的にいて、販売される商品が非具象的であればあるほど人間の要素が重要性を増すものであり、証券会社では最近のインターネット取引の台頭により対面営業に変化が生じはじめてはいるものの、それでもなお顧客と販売担当者との関係がきわめて大切であることには変わりはない。

第3は、アメリカにおいて実証ずみのことであるが、証券会社は基本的に昇進を目的として勤務する職種ではないといえる。一般企業にあつては組織上の昇進は昇給をも意味し、それが従業員の最大の目的であるが、証券会社では業務の細分化と専門化が必要であり、従って各人が専門分野のプロフェッショナル（職業専門家）になることが求められるのである。アメリカの証券会社では管理者の収入が管理下にある従業員の収入を下まわることは異常なことではなく、報酬と組織上の地位が無関係な場合がしばしば見受けられる。このことを考えあわせると、わが国証券会社の経営の基盤に終身雇用制と年功序列賃金制が定着し続けてきたことは、業務運営上さまざまな矛盾を内臓させる結果を生

んだ。

第4には、一般企業では組織構成単位が、相互に、密接な関連を有しており製品の開発から販売にいたるまでの全体の流れが存在しているのが通常である。勿論証券会社でも共働体制や部門間のチーム・ワークの必要性はあるが、本来証券会社ではすべての組織単位が相互に関連しあっているわけではなく、むしろそれぞれの部署が独立したプロフィット・センターであるのが通常の姿である。しかしながら、従来、わが国の証券会社では顧客の利益よりも、自社の収益極大化をはかる目的のもとに、複数の社内組織が相互協力を1つの組織として行ってきたところに問題があり、この行為を可能にしたのも日本型経営システムによるところが大きいのである。

#### (b)証券会社の特殊性を踏まえた経営対応

上述したところの証券業のもつ固有の特徴を十分に分析し考慮に入れた上での経営の革新が今後求められるところであるが、そのためには、何がなされるべきかの留意点を探ってみる。

その1は、大前提として大蔵省が裁量的かつ保護的行政を改め競争促進的監督姿勢をとるべきであり、そのためにはまず証券業の免許制を廃止し、登録制に改めることである。それによって証券会社の開・廃業が容易になり、またそのことは各社が競争上の優位性を独自に創造することにつながるのである（1998年10月以降、証券業は免許制から登録制に移行し、参入障壁は撤廃された。また2000年10月、証券行政に関しては大蔵省（証券局）から金融庁と証券取引等監視委員会に移行している）。

その2は、各証券会社が独自の戦略面の特徴に基づいた多様にして個性ある経営戦略を指向することである。各証券会社の個性的な業務の絞り込みによる差別化戦略、すなわち明確なコンセプトに基づいた業務展開が求められる。

第3としては、柔軟なコスト構造の採用である。証券会社の経営は証券市場の好・不況に大きく左右されるため、きわめて不安定である。従って弾力的に費用の削減をはかることが重要課題である。具体的には、まず従業員の採用や解雇が柔軟に行われる制度や慣習を確立することである。次いで上記と関連す

る問題でもあるが、証券会社の最大費用項目である人件費の変動費化を推進することである。そのために、まず改革すべきは報酬制度であるが、これまでわが国証券会社の報酬制度は基本的に終身雇用制の上に立った年功序列賃金であった。業務の特殊性あるいは国際的整合性の観点からみて、根本的変革が望まれる。すなわち、アメリカの報酬制にみられるように後方部門（バックオフィス）に適用される固定給制と後方部門以外の全従業員を対象とする業務実績連動型報酬制に区分することが、より合理的であるように思われる。業務実績連動型報酬制には2種類の体系があり、1つは証券セールスマンの給与支払いに適用される委託手数料分配制であり、2つめは、証券セールスマン以外の前方部門の従業員に対して採用されている給与ボーナス制と呼ばれるものであり、後者の特徴は固定給部分は比較的低額でボーナスやストック・オプションの比重が高く設定されていることである。

その4は、証券業務の付加価値は個人の能力や技量による部分が極めて高いが、わが国の証券会社ではどちらかといえば個人の能力や技量よりも集団によるマニュアル化された証券営業を指向してきたといえる。証券会社の経営者ならびに従業員は高度の専門性とプロ意識が要求されるにもかかわらず、日本型経営システムという集団性と協調性重視のなかで、わが国証券会社は高度の知識や技術をもったプロフェッショナルズの養成にこれまで殆ど注力してこなかった。

## (2) 4社体制の枠組みと4社間競争

### (a) 4社体制の枠組み

証券業界の構造は、4大証券の業界支配力が絶大であり、4社が証券業界そのものであったともいえる。4社体制の生成をみると、戦時下の1943年に、いわゆる戦力増強企業整備要綱がだされて証券業は戦時下においては重要産業とみなされず、すでに形成されていた証券引受8社の統合が行われた。山一と小池、そして、日興と共同、川島屋が合併して山一と日興になり、藤本も系列化にあった日本信託銀行を吸収して大和となった。このようにして野村を含めた

4社の寡占体制の基礎ができあがった。

その後4社はいち早く債券、株式併営の全国支店網の構築と従業員の拡大に着手したのである。1947年には電力株の大量公募増資があり、また48年には財閥解体等によるSCLC<sup>10)</sup>管理下の株式放出が行われ、それらの販売を通じて4社の営業基盤は大きく拡大をみるようになった。続いて49年には、ドッジ・デフレ浸透による低株価の挺入れのための機関として、投資信託が再開されることになり、4社は委託会社の兼業承認をうけ投資信託の募集に新たに乗り出し、それに対応するため第2次の営業網拡大に着手することになった。また一方では、資本市場の育成を重視したドッジ政策は、49年における起債市場の再開を呼んだ。この結果、公社債市場が拡大し、その恩恵は高い引受シェアをもつ4社に集中した。さらに50年にかけて4社は運用預り業務の兼業承認を得たのである。このことは債券募集力を高めるとともに、預り債券を担保に供することにより、借入能力を大きく増大させた。

以上のような業務多角化の結果、4社の収益力は飛躍的に伸びることになった。4社の寡占状態を示す指標の1つとして東証株式出来高シェアがあるが、1955年には全体の63%に達している。また公募株の4社の引受株数シェアは55年頃には全体の90%前後に達していた。4社体制が確立されるにしたがって、4社体制の維持のための相互協力が必要になってきたのである。4社一体であることの利点は多数である。羅列してみると、①寡占による収益力の確保、②引受業務における独占的優位性、③4社協調政策による他業界に対する影響力の保持、④絶大な社会的・国際的評価、⑤4社以外の証券会社との規模格差のさらなる拡大とそれによる規模の経済性などである。そのためには4社間競争下での安定的共存が望ましい姿であり、4社の連携を強化するためにトップ・レベルをはじめ、多くの部門間レベルでの会合が頻繁にもたれることになった。その上さらに、4社体制の維持が大蔵官僚との癒着を促し、4社と大蔵官僚のもたれあいによって一層4社の力を強化する仕組みが形成されていったのである。

4社体制の永続的存在が欠かせない一つの理由として、トップ・マネジ

メント（会長ならびに社長）に関する私的かつ個人的問題に属することがらがある。社長在任後会長職に就くのが、わが国の企業では当然の流れとして認識されているが、証券会社もその例外ではない。会長職に属する役割分担として業界問題があるが、証券業界における主な証券業者団体としては証券取引所、日本証券業協会、証券投資信託協会、公社債引受協会、東証正会員協会、証券団体協議会、証券広報センターそしてその他日本証券経済研究所などいわゆる関連団体とよばれる機関がある。そして4社の会長（社長）は、4社輪番制のなかで、主要な協会ないしは団体の代表者を務めることが業界の慣習になっていたのである。そのように4社の会長職に就くということは、高額の報酬と退職金、業界団体の名誉職、そしてその帰結としての叙勲という、いわば3種の神器を手中におさめることを意味した。

前述したような特権の存在のなかで、社長は次期会長を約束され、会長が社長を独断的に指名するという経営システムは会長と社長が一つのセットとして機能していることであり、会長と社長が共有して実権を握ることにより、いわゆる権力の2重構造を生む原因になっていたのである。さらに会長は社長時代に培った官僚、財界人、総会屋などの人脈関係を利用することによって会長退任後も相談役に就任することが証券業界の慣例であり、相談役として社内外に隠然たる影響力を保持することになった。このような権力の2重構造や保身システムが、結果として企業理念の喪失と企業倫理の欠落を招来するにいたった。

#### (b) 4社間競争

わが国の証券業の際立った特徴として、4社体制とよばれる4大総合証券会社による寡占的な市場構造が存在してきたが、それは1950年前後にかけて定着をみたものである。戦後一貫して業界首位を保持してきた山一が野村証券（以下、野村と略す）に逆転されたのは1957年（引受業務を除いて）である。1960年代の証券恐慌後の証券制度改革（65年と71年の証券取引法改正を指す<sup>11)</sup>を経て、70年代に入ると、証券業界は新たな成長段階を迎えるが、そのなかで4社への市場集中は一層進展することになった。一方では野村と他3社との格差はますます拡大し、1社対3社といわれる時代を迎えたのである。

その間の野村を頂点とする大手証券会社の特筆されるべき経営戦略は「推奨販売」方式を軸とする営業展開であった。この方式は1960年頃から行われはじめたものであるが、その特色は事前に特定の株式を大量に在庫したのち、取引所内で株価をつりあげながら全国営業網を通じて積極的に顧客に推奨するものである。販売時の価格を時価より安く分譲することにより顧客への販売は容易になり、証券会社としては多額の自己売買益と委託手数料を得ることができるのである。この方式は不公正な株価形成に発展したり、過度な画一的営業姿勢により顧客の投資方針を無視した無理な販売行為につながるなど、多くの弊害を生むことになった。この経営方式は投資信託の販売にも適用されることになり、元来長期保有を原則とする投資信託を短期間で回転売買を顧客に強いることにより、顧客の利益を顧みない手数料獲得の手段に利用するようになった。このいわばノルマ達成のための営業行為が個人投資家の極めて優れた対資対象であるべきはずの投資信託に対する国民の信頼を著しく失う結果を招いたといえることができる。

野村の業界首位が定着し、不動のものになるにつれて他3社の経営は半永久的に野村を凌駕することが不可能であることを自覚するに至るのは必然であった。そのような状況にあっても、他3社の経営としては、業界トップを経営目標として掲げざるを得なかった。何故ならば、そうすることによってのみ業界第2位を奪守することが可能であるとともに、それが4社という土俵内に踏みとどまる最善の道であったからである。

そのような過程のなかでは、自社の収益の増大と4社間の出来高競争のみに狂奔することになり、軌道修正ができなくなる。そして企業にとって欠かすことができないもの、たとえば企業理念や企業倫理、顧客利益の優先などを思考する余裕をいつのまにか失うに至ったのである。

### (3)証券会社の経営者組織と経営システム

#### (a)証券会社の経営者組織

わが国証券会社の経営者組織は1－(2)で述べたところの「わが国の経営者



組織」とほとんど同類のものである。わが国証券会社の経営者組織の実態は、アメリカ証券会社の経営者組織との比較によって、より鮮明になるものと思われる。1のなかでアメリカ企業の平均的経営者組織に触れてきたが、アメリカ証券会社の経営者組織も基本的にはその範疇のなかにあるのは当然のことである。

アメリカの証券会社においても株主によって選任された取締役の合議体である取締役会（例えば取締役数であるがメリル・リンチ社は13名、モルガン・スタンレー社では10名—いずれも1997年末現在—であり、少人数である）が最高機関として存在するが、現実には、取締役会が自ら業務執行を行うものではなく、取締役会によって選任された執行役員（officer）が業務執行を担当している。すなわち内部取締役を兼任する執行役員（通常取締役会の会長、副会長、社長である場合が多い）と執行役員で構成される経営会議（Senior managementと呼ばれていることが多い）が実質的な業務執行最高機関であり、なかでも最高経営責任者（chief executive officer、以下CEO）が強大な権限を有している。経営会議を構成する人員数は会社の規模によって異っているが大手証券会社では15名前後（例えばメリル・リンチ社は18名、モルガン・スタンレー社も18名、1995年6月現在）である。そして通常、取締役会会長がCEOを兼任している。取締役会の役割は、他産業の企業と同様、経営上の重要な意志決定とCEOに対して事業上の知恵や助言をあたえることも含めて、CEOや役員の監督に限定されている。従って取締役のほとんどは外部取締役であり（たとえばメリル・リンチ社の場合13名の取締役のうち外部取締役は10名であり、中堅の名門投資銀行アレックス・ブラウン社では9名の取締役のうち7名が外部取締役—1997年末現在—である）非常勤である。

一方、わが国の証券会社の経営者組織であるが、取締役会の特徴として、第1に、取締役の人数が多いことであり、大証券会社をみるとバブル崩壊以降減少をみたとはいえ野村が31名、大和が40名、日興では35名（いずれも、1997年6月現在）に達している。第2の特徴は、すべての取締役が社内昇進の内部取締役から構成されていることである。第3としては、取締役の多くが本部長、

部長、支店長など部門管理者を兼任しており業務執行を担当していることが指摘される。これでは取締役会のもつ本来の任務を遂行することは不可能である。

わが国の証券会社では、アメリカにおける経営会議（経営委員会）制ではなく、常設会議体として常務会が設置されていて、この常務会が実質的経営者組織として存在している。取締役会であれ常務会であれ、わが国証券会社の経営者組織が機能していないのは強大な力をもつ会長・社長を頂点としたピラミッド型の内部職階制（会長－社長－副社長－専務－常務－平取締役のライン）が確立されているところにある。そのことは取締役に對する人事権を取締役会の被監査人であるべき会長・社長が掌握しているという、まことに奇妙な関係を意味しているのである。この結果、取締役会の代表取締役に對する業務監督は機能しないし、取締役会そのものが事後追認型の会議にならざるを得ない。また証券会社の実質的経営者組織である常務会にしても、提出される議題の内容とその結論が事前に会長・社長と側近グループとの間で根回しされていて、常務会も形式的なものに墮し、独善的な会長・社長の意志決定に従わざるを得ない仕組みになっているのである。

以上からみて、わが国証券会社の経営者組織の活性化のためには第1は外部取締役制の拡大、充実であり第2はアメリカの経営会議（経営委員会）の運営のあり方を検討するとともに、わが国の取締役会と常務会の関係をアメリカの経営システムと照らしあわせて再考察することである。

## (b) 証券会社の経営システム

### ① 経営システムの日米比較

ここでは日米証券会社の視点から両国の経営組織の比較対照を表1によって試みた。表1にみられるようなわが国の組織(制度)のままでは、21世紀に向けて

の証券市場のグローバル化、内外同質化のなかで生存していくことは許されなくなるものと考えられる。企業体質といったものを以下②で述べるにあたって

表1 日米証券会社組織の比較

日 本 の 組 織	ア メ リ カ の 組 織
終身雇用	短期雇用
年功を考慮した昇進	早い人事考課と昇進
年功序列賃金	業務実績連動型報酬
非専門的な昇進コース	専門化されたコース
非明示的管理機構	明示的な管理機構
集団による意志決定	個人による意志決定
集団責任	個人責任
人に対する全面的係わり	人に対する部分的係わり

(森本三男、「経営組織論」参考)

も、表1を視座におくことによって企業体質の理解をより容易にするものと思われる。

## ②経営システムと企業体質

わが国証券会社固有の企業体質の本源はその歴史を見ることによってもある程度は理解できる。東京株式取引所が最初に取引を開始したのは1878年6月1日であるが、第2次大戦までの株式取引は、大雑把に言って取引のほとんどが定期取引であり<sup>12)</sup>、投機中心の株式市場であった。従って、一般国民は株式市場に馴染みが薄く、証券業を危険な投機的な職業とみなしてきた。証券会社が国民に認知されるようになったのは戦後の証券民主化以降のことである<sup>13)</sup>。

一方、わが国企業の資金調達様式は、歴史的に銀行を中心とする間接金融が主体を占め、わが国の産業政策も間接金融優先主義をとってきた。直接金融のウエートが高まってきたのは1980年代に入ってからである。そのような環境下の業界が、戦後一転して日が差しはじめ、急成長の時代を迎えたことを考慮に入ると証券会社の体質が屈折したものになったのもある意味では当然のことであったといえる。

1952年4月には日米平和条約の発動がみられ、新生日本の誕生がわが国の経済の発展を予感させた。その動きに対応するために証券業会は4社を中心に近代化と業容拡大に動きはじめた。大学新卒者を中心にした大量一括採用制を4社がとりはじめたのは52年以降のことである。4社の経営が組織・人事について本格的に取り組みはじめたのは大量一括採用制の実施と深く関係している。

報酬の問題についてであるが、アメリカ式の業務実績連動型報酬制が証券産業には最も適合したシステムであると考えられるが、日本型経営システムのなかでその制度を全面的に採用することは事実上不可能であったために年功序列賃金制をとらざるを得なかったのである。その後、証券経営と年功序列賃金制の間での矛盾を抱えながら現在に及んでいる。つまるところ人間産業である証券会社にとって最も重要な報酬や採用、配置転換などの人事・組織上の問題を、終身雇用制や年功序列賃金制、一括採用制、内部昇進制といった、いわゆる、日本型経営システムの枠のなかで合理的に解決することは困難であったという

ことである。

わが国証券会社の日本的経営構造のなかで生じてくる人事上の矛盾はつぎのようなものがある。第1に、年功序列賃金制のもとでは昇進（これが報酬の増加をもたらし、社内便益が増えることにもつながる）を軸に据えた経営手法をとらざるを得ないために、証券会社従業員の昇進ひいては取締役への就任願望は非常に強いものがある。アメリカの証券会社のように従業員の大多数が昇進を目的として勤務しない仕組みにはなっていないのである。

第2は、一般的に言っても終身雇用制や年功序列賃金制、内部昇進制は従業員の忠誠心の醸成に都合のよい制度であるが、前述（第1の項）の事情と相俟って証券会社の社内権力に対する忠誠心はより一層高いものとなっている。

第3は、頻繁な転勤、配置転換を繰り返しながら昇進を重ねて行く制度では、どうしても社内の非専門的構造を助長することになり、各部門の専門家（プロフェッショナルあるいはスペシャリスト）の育成が期待できないなどである。

### ③権力者と取締役

わが国証券会社の経営の根幹には社長に加えて、隠然たる力を社内に保ち続けてきた会長・相談役といったいわゆる実力者の存在による非明示的な権力の重層構造があったことは先に述べてきたところである。また新社長就任から時を経ずして次期社長候補者を決定するのも証券会社の通例である。そのために、わが国証券会社の取締役会も常務会も形式的であり、ほとんど機能されてこなかったのが実状である。それはもちろん制度自体にも問題があるが、取締役会や常務会を構成する取締役や役付取締役個人の資質に起因している面もある。アメリカの証券会社では取締役ないしは業務執行役員といった管理者には、従業員と全く異なった知識、能力が必要であるとされていて特別に訓練された人材が要求される。それと対照的に、わが国証券会社の取締役ならびに役付取締役は当然のことながら権力者によって選ばれることにより、その選択基準としては、もちろん本人の業務能力や実績も考慮されるであろうが、本質的には忠誠心や協調性、迎合性、調整力といったような漠然とした情緒的なものが重要視されているといっても過言ではない。

以上のように、取締役ならびに役付取締役の人事は実力者達による権力維持のためのものであり、そのために取締役会も常務会も順応的になりがちであり、本来の機能は期待できないものになっていた。

### 3. 山一証券の破綻とその企業体質

山一は、1997年11月24日臨時取締役会で証券取引法第34条2に基づく自主廃業を決定し、その100年の歴史を閉じた。3では、まず自主廃業に至った背景を簡略して披見し、次いで、3の主題である山一の破綻を経営面から考察する。

#### (1) 自主廃業に至った背景

そもそも1980年代から4社を中心に営業特金（証券会社による一任運用の契約）の拡大がみられるようになった。山一はリテール営業が弱体のため、得意とする法人営業によって収益をカバーすることが求められ、他3社以上に営業特金に注力する必要があった。80年代半の最盛期には山一の特金残高は2兆円の巨額に達していた。当時4社の特金残高が合計6兆円位といわれていたことからみると山一の突出ぶりが窺える。このことは山一が法人に強いということがあるにしても、顧客に元本ならびに利回りを保証した、いわゆる、「ニギリ」と称される一任勘定が多額を占めていたことを疑う余地はない。ところが87年10月のブラックマンデーを機に法人の運用資金に損失が発生しはじめ、この頃から「トバシ」行為がみられることになる<sup>14)</sup>。89年中頃から山一では営業特金の整理に乗りだしたが、山一社内ですら実態の正確な把握が困難であったといわれている。同年12月になって損失補填の禁止や営業特金の解消を命じた大蔵省証券局長通達が出された。事態に窮した山一では91年10月以降「トバシ」先企業の損失を引きとるための受け皿として国内ペーパー会社を5社順次設立することになる。そしてその後、これらペーパー会社を使って簿外で損失を埋めることになった。その後92年1月になって、損失補填や一任勘定を禁じた改正証券取引法が施行された。

証券取引等監視委員会と大蔵省は1998年4月2日、山一への検査結果を発表

したが、監視委は結論として86顧客への利回りを保証した「ニギリ」取引、6顧客に対する利益提供を約束した取引、13顧客の損失を35顧客を受け皿にして移す「トバシ」取引などを確認した。また大蔵省は山一の簿外債務の額として国内分1583億円海外分1066億円合計2649億円(97年11月末現在)を指摘している。

また監視委は山一及びその役職員に係る法令違反を下記のものとして判断した。すなわち証券取引法第197条第1号、第24条第1項違反(虚偽の記載のある有価証券報告書の提出)―以下証取法と略す。また第を省略する―、証取法50条の3、1項3号及び199条1号の6違反(損失補填)、証取法50条1項3号違反(一任勘定取引の契約の締結)、92年証取法50条1項3号違反(損失の負担を約した勧誘)、92年証券取引法50条1項5号に基づく旧証券会社の健全性の準則等に関する省令1条2号違反(特別の利益の提供を約した勧誘)、93年証取法50条の2、1項1号及び199条1号の5違反：同法50条の2、1項3号及び199条1号の5違反(損失補填)である。また上記とは別に商法違反も存在する。すなわち商法第290条違反(配当すべき利益がない配当の決定)である。

山一以外の3社も、当然のことながら、程度の差はあるにしても「ニギリ」や損失補填、「トバシ」行為は行っていた。その金額が山一の場合他3社と比較して多かったこともあるが、他社との決定的な違いは事後処理の仕方にあった。第1には、他3社は簿外で補填するにしても、含み損のある有価証券をすべて売却して損失を確定した上で、国債等の運用によりある期間をかけて損の穴埋めを行ったことである。第2としては、92年1月から損失補填や一任勘定を禁止した改正証券取引法が施行されたが、その後の処理について、他3社は問題を証券事故として裁判で争い解決した。それに反して山一は当時の行平(社長)が相場の回復を信じるにより、株式の「トバシ」による手法の継続を決めたがその後株価はますます下落し損失は膨大なものになっていったのである。65年の証券不況では山一が倒産寸前に追い込まれ日銀特融をうけたが、その後年末にかけて市場は大きく反騰しながら、いざなぎ景気へと繋がっていた経験が当時企画室に在籍していた元会長の脳裡に記憶として残っていたことも考えられる。

## (2) 山一の破綻とその企業体質

山一を自主廃業に至らしめた原因を2つの論点から分析することが妥当であると考えられる。その第1は、本章の1と2で述べてきたところの日本型経営システムと、そのなかに包含されているわが国証券会社の経営システムという、いわば諸産業、金融業ならびに証券業に共通している問題領域のなかに求める推論であり、従って山一のみならず他の証券会社にも破綻の可能性が存在していたといった種類のものである。第2の論点は4社共通の土俵のなかで、山一だけが倒壊したという事実に基づいて、山一のみにも内在していた山一固有の事象とでもいったものを探るところにある。

上記の2点、すなわち日本型経営システムないしはわが国証券会社の経営システムと山一独自のもつ経営体質が相互に係わりあい、重なりあうことを通じて山一固有の企業体質が形成されていたものと考えられる。

まず第1の論点の1つである日本型経営システムについては1で論述したところであるが、それを整理してみると終身雇用制、年功序列賃金、一括採用制そして内部昇進制度などが、わが国企業の最高経営者の権力の強大化をもたらしているとともに、従業員の会社人間化を生んできたということである。一方では、わが国企業の経営者組織（取締役会、常務会など）が、社長を頂点とする内部取締役で構成され、本来取締役会の被監査人であるべき社長が人事権等全権力を掌握しているため、経営者組織がうまく機能していなかったことにも触れたところである。今一つ重要な視点であると思われるのは、わが国では山一のみならず、他業種の企業も含めて不祥事などの非倫理的行為が他の先進諸国と比べて多くみられることである。その1つの理由は、管理者や従業員など、会社組織全体が社長に対する忠誠心が強く、社長への追従と迎合、服従が支配している。そのようなシステム下では従業員が社長による経営の独走を許す結果になり、社長の反倫理的思考や行動などの経営の歪みをさらに助長するか、傍観する以外に道がないことは容易に想像できるところである。

ついで、第1の論点の2つめとして、日本型経営システムというわが国企業の共通の枠組みのなかで、証券業のもつ特異性からきている証券会社一般の経

営システムについては2で述べてきた。その中で強調した点は、証券会社の経営は日本型経営システムのもとでは、本質的に機能し得ないものであるということであった。それにもかかわらず、それ以外の経営システム、たとえば、アメリカの証券会社型経営システムをわが国証券会社において採用することは、わが国の文化や社会制度、社会慣習のなかでは不可能であったといえる。日本型経営システムのもとでは証券会社の業務内容からみて不適切な年功序列賃金と終身雇用制を軸とした人事政策をとらざるを得なかった。そのことが、従業員の権力者に対する忠誠心あるいは追従心を高めることに繋がり、実力者（社長、会長、相談役）達の権力構造の維持をますます容易なものにしたのである。そのような実力者の強固な権力地盤のなかでは、健全な経営批判や前向きな反対意見すら許容されなくなるのは理の当然である。その結果、企業利潤の極大化をはかることにより4社間競争に勝利することのみが会社目的とされることになった。すなわち、企業利潤以外のことは思考不能のなかで、4社を中心とする証券業界は次第に世間の常識からかけ離れていったのである。

つぎに第2の論点である山一の破綻にみられる山一個有の事情を考察する。それらは他の3社に全く存在していないか、存在しているとしても希薄な要素であり、その意味では以下に述べる山一独自の事象は山一の倒壊に深く関わっているものと思われる。ここでは次の3点を指摘する。第1点は1965年（日銀特融の年）以降の「同体質による経営支配」、第2点は「法人重視の経営」、第3点は「ムラの企業体質」、第4点は過度の大蔵省依存体質である。以下順次それらの問題点を探ることにする。

#### ①1965年以降の同体質経営者による経営支配

思考、経験において体質を同じくする経営者達による会社支配が続けられたことを指す。山一は日銀特融のあと経営再建を果たし、1972年に銀行出身の社長である日高から山一生え抜きの社長の植谷への禅譲が行われた。その後、破綻直前に就任した野澤を除き植谷を含めて4人の社長（植谷・横田・行平・三木）が就任するが、4人に共通した特徴がある。箇条的にみると、①最も特筆すべきこととしては、個人営業（支店で一般個人客を対象に行う営業）の経験



がないということである。個人営業は証券会社の経営を支える基本であり、全従業員の大部分は個人営業関連部署に配属されているのである。営業出身者を社長に据えることは、国の内外を問わず証券会社の経営戦略上の常識であり、他3社の歴代社長は当然のことながら営業の第一線の経験者である。営業の苦しみを知らない内務官僚出身の社長が4代も継続することは異常な出来事であり、その間に社内の士気が着実に沈滞していったのも不思議ではない。㊦4人のうち、後の3人は経営の頭脳であり中枢でもある企画室長を勤めている。また4人とも大蔵省証券局と関係の深い投資信託部に所属していた経験があり、4人が同時期に上下関係のなかで共働していた期間がある。㊧4人のうち3人は東京大学を卒業している。

上記の関係を踏まえると4人の人間の絆は強固なものにならざるを得ないといえる。そして彼等と彼等に忠誠を誓う者達による派閥が形成されて行くことになった。一方その過程のなかでトップ経営者と営業体との関係は徐々に疎遠なものになっていったのである。

山一の破綻を招いた「トバシ」とその結果による簿外債務の問題は法人を大切にする法人重視の経営を如実に示しているが、過去においても、その経営姿勢を現す事件が惹起している。たとえば1975年の日本熱学工業株式会社の株価操作事件、86年の三菱重工業株式会社転換社債の総会屋への割り当て事件などである。山一はこれらを含めてすべての対法人事件をトップとその取り巻きからなる派閥のなかでの密室処理を行ってきたのである。この伝統的な隠蔽体質は4人による社長のたらい回しのなかで醸成されたものであると同時に、それらの隠蔽工作が相互の関係をますます密接なものにしていったのである。山一の経営にどこか秘密性と陰湿さを感じるのは、この隠蔽体質と無縁ではないと思われるとともに、山一の営業の弱体化の原因の一つはこの経営の密室性にも係りがあったともいえる。

## ②法人重視の経営

山一の社員はその殆どすべてが事業法人部入りを希望する。幹事企業の資金調達に関与したり、大口の有価証券売買を仕切ったり、その業務内容の高度性

と華やかさにあるといえるが、特に山一の場合、伝統的に「法人の山一」と呼ばれ社内においては勿論のこと証券業界からも一目おかれていた存在であったところにある。

山一は大戦前から社債引受や企業の公開販売に強みを発揮してきたが、戦後はこうした歴史のある企業との繋がりを積極的に生かすことにより、証券市場の発展と並行して、ますます対法人の地歩を高めてきた。1950年代末より、経済も株式相場も本格的な拡大期を迎えた。企業の資金需要も旺盛であり、それを受けて61年には第2部市場が創設され中堅企業はこぞって株式上場を目指したのである。山一が日銀特融を受けた65年迄、いかに法人営業に強かったかを数字で見るとたとえば61年10月から62年末にかけて、東証第2部の新設をうけて既存の店頭売買承認銘柄の大部分が上場されたが、その時の上場幹事数は山一の129社に対し野村は86社であった。また65年末現在の東証上場会社数は1255社であるが、そのなかの主幹事数をみると山一は500社であり、野村のそれは340社であったことから窺える<sup>15)</sup>。

しかしながら、「法人の山一」という光に、1965年の日銀特融時と今回の山一の崩壊を重ね合わせてみると、いくつかの経営の不在ともいえる類似点が浮かび上がってくる。ここで65年の日銀特融と97年の破綻に至った過程との類似点を探ってみることにする。第1は、山一が65年に特融を受けた最大の原因は、将来の上場を見込んだ上場会社予備軍の株式を大量に手持ちしていたが、63年後半からの株式市場暴落のため多くの会社で上場が見送られ、それによる損失が大きかったことにある。また一方では市場の低落時に幹事会社の株式を市場で大量に買い支えることによって借入金の増加と含み損の増大を招来したことも重なった。これらのことは勿論自社利益の追求の目的もあるが、本質的には法人の山一という名への拘りであり、企業との関係維持の重視を経営の基本においた政策が裏目にでたものである。そして決算期になると関連会社に資金を貸し付けることによって含み損のある保有株を買い取らせ、決算を取り繕ったといわれている。上記の経営のあり方は今回の顧客企業との営業特金<sup>16)</sup>における「ニギリ」とよばれる損失補填とその後の「トバシ」、簿外債務に至る一

連の行為と同根、同質のものである。

第2は、経営環境の悪化に対する最高経営者の判断の甘さと対応の遅れである。1960年代初期における株式下落と売買高の減少は証券会社の経営に陰翳をあたえだし、山一以外の3社は比較的早期にそれに対応して合理化に着手しはじめたが、山一が経営合理化に取り組みはじめたのは、64年11月の銀行出身社長である日高への社長交替以降のことであった。今回の場合であるが、経営判断の甘さと危機対応の後れという点でも前回と類似している。結果論であるが、行平時代に山一が破綻を免れる機会が6度あった。この件については、第1章と第6章で述べたところであり省略するが、いずれにしても65年の相場の急上昇によって救済された体験が、問題先送りと「待ちの姿勢」によって問題の解決をはかる経営思考をさらに強めたといえる。

### ③ムラの経営体質

ムラの論理については「1-(3)日本型経営システムの形成」において論じたところである。江戸時代に形成された藩の基礎にある精神が今日の日本型経営システムの基盤をなしているとする説である。この考え方は証券会社のみならずわが国企業の経営メカニズムを解明する上での有力な手段であると考えられる。

山一の経営体質のなかには、伝統的にこのムラ的精神が強く根付いていたように思われる。経営者の視点に立つと、①長(おさ)としての社長の権威主義的経営の推進、②従業員に対する生活保障的、温情主義的対応、③従業員への人の和と一致協力の要請であり、従業員の立場に立つと、終身雇用、年功序列的昇進と賃金、家族主義的環境に対する代償としての、④会社への全人格的・生涯的帰属、⑤会社に対する批判を許されない全面的献身であった。

このような山一的ともいえる経営システムが証券不祥事や会社の破綻をもたらした大きな要因の一つであったといえることができる。

### ④過度の大蔵省依存体質

1965年10月施行の改正証券取引法で証券業は登録制から大蔵大臣の免許を要する免許制に移行した。そのきっかけとなったのは60年代前半の株価急落と、

それに続く、山一の日銀特融に象徴されるいわゆる昭和40年恐慌であった。これにより、証券会社の経営基盤の強化や社会的地位の向上、投資家の保護がはかられることになったが、一方では大蔵省による護送船団方式の証券行政と強大な許認可権を持つ裁量行政が、わが国の社会風土やビジネス文化のなかで、4社との癒着関係を生むことになったのである。

免許制が実行されたのは1968年4月からであるが、その第1号免許を受けたのは山一であった。日銀特融を受けたという精神的負荷は山一の経営を徹底的に大蔵伺候型のものに傾斜させることになった。もちろん他3社も裁量行政のなかで、大蔵省の顔色を窺う姿勢を高めていったが、山一の大蔵省依存は異常なものであったといえる。このような流れのなかで、どんな事態になっても大蔵省は山一を救済してくれるという信仰に近い考え方を経営に植えつけると同時に、経営に関する重要事を独自に考え判断するという能力を次第に失うにいった。

一方、大蔵省の側にも、免許制のなかで、いったん免許をあたえた証券会社をその責任上倒産させることはできないという自縛的思考があり、世間や業界にもそれなりの期待があったといえる。そのことは、グローバル競争の制限的な国内だけの枠組みのなかでは可能なことであったかも知れないが、わが国のグローバルな市場の確立を目指すビッグバンの理念に悖ることになる。他方ではバブル崩壊以来、発生が相次いだ証券業界の不祥事により大蔵省の監督責任が問われるとともに、業界とのもたれあいによる癒着の構造が表出し、大蔵省の証券会社に対する管理能力も失われ、大蔵省の力そのものが低下していった。以上からみて山一の破綻は、山一のもつ大蔵依存体質と山一が依拠してきた大蔵省の行政の変質と大蔵省の力の低下が惹き起こした産物であるということもできる。

## おわりに

山一の破綻が本質的には経営の不在にあったとしても何故自主廃業であったのか（たとえば会社更生法適用など他の選択肢はなかったのか）という問題が

論議されているが、自主廃業は以下の理由を考慮すると止むを得ない措置であったと考えられる。すなわち

1. 山一はロンドンとアムステルダムなどに銀行を保有していた。デフォルトが発生した場合、日本発の金融恐慌がおこる可能性が全くなかったとはいえないこと。
  2. 簿外債務があることにより財務に関する山一の公式発表数字が信頼できないことは、ディスクロージャー・システムが機能不全に陥ることであり、外資との提携や被買収は事実上不可能に近かったということ。
  3. 本格的な市場主義の実現のためには、大蔵省による業者保護行政からの訣別が必要な流れのなかで、1証券会社である山一を救済する大義名分はもはや失われていたといえる。
  4. 山一の経営危機の前、すなわち1993年頃から三洋証券の救済問題が発生していたが、結局大蔵省はその処置に失敗するにいたった。その経緯を踏まえて、過去に日銀特融を受けたという大きな傷をもっている山一の再建をまとめる自信を喪失していたことが想像されると同時に、大蔵省と業者との癒着による相次ぐ不祥事と大蔵行政への批判のなかで大蔵省は業者を管理・監督する力をすでに失っていたという見方ができる。
  5. 山一の社内調査報告書が4月16日に発表されたが、それを見ると、大蔵省が簿外処理を指導したとされる疑惑は残る。大蔵省は自らの関与を否定しているので、山一の調査報告書と食い違いがみられるところである。真実は不明にしても、大蔵省自体のリスク回避のためには、山一の損失隠し問題に係わることは得策ではないと判断したことは考えられないことではない——などである。
- そして自主廃業という破綻のあり方は山一自身の意志による選択ではなく、大蔵省によって一方的に強制されたものであるとの見解が正しいものと思われる。

注)

- 1) 先任権とは、例えば企業がレイオフを実施する場合、レイオフ対象者の選定を勤続年数の長短を基準として行うことを求める労働者の権利である。すなわち、レイオフは勤続年数の短い従業員から行われ順次勤続年数の長い従業員に及んでいくこととなる。
- 2) 民法第628条「…已むことを得ざる事由あるときは各当事者は直ちに契約の解除を為すことを得。労働基準法第19条「使用者は労働者が業務上負傷し、又は疾病にかかり療養のために休業する期間及びその後30日間並びに産前産後の女子が休業する期間及びその後30日間は、解雇してはならない。」
- 3) 「客観的に合理的な理由を欠き社会通念上相当としては是認することのできない場合には権利の乱用として無効となる（最高裁判例・昭和50年4月）整理解雇は「企業の合理的運営上やむを得ない必要性に基づいており、右事業部門に勤務する従業員を他の事業部門の同一あるいは類似の職種に転職する余地がなく、解雇対象者の選定が客観的・合理的基準に基づくものであること、の三要件を充足する場合に有効となる。また、…」（東京高裁判例・昭和54年10月）。
- 4) 吉田和男『日本型経営システム』東洋経済新報社、1996年、129頁。
- 5) (pay by work)職務もしくは職務遂行能力を基準とした基本給項目。概念上は職務給、職能給および職種給が含まれる。
- 6) 伊藤秀史〔編〕『日本の企業システム』東京大学出版会、1996、217頁。
- 7) 森本三男『経営組織論』日本放送出版協会、1991、120頁。
- 8) (Gresham's law of decision-making) 革新のような非定型的決定と日常業務のような定型的決定の双方を担当すると、後者＝悪貨に忙殺されて、前者＝良貨が駆逐される現象をいう。
- 9) 尾高邦雄『日本の経営』中央公論社、1984、45～64頁。
- 10) 証券処理調整協議会（1949年設立）、財閥の解体等で吸い上げられた株式をGHQの指示により放出するにあたり、一度に大量放出すれば消化不良をおこすために設けられた調整機関。
- 11) 1965年改正法が公布され、証券業者の呼称を証券会社に改めるとともに、証券業を免許制にし、証券外務員を登録制にしたなどである。1971年改正は証取法第2章の開示制度に関するものを中心とした。証券会社に対する規制の強化および整備は65年の改正で一応達成されたが、発行会社に関するものは71年になってやっと実現した。
- 12) (time transaction) 受渡期限迄に反対売買による差金決済を行うか、受渡期日に決済する取引を指す。戦前の株式市場では、長期清算取引と呼ばれ、当月末を受渡期日とする当限、翌月末を期日とする中限、および翌翌月末を期日とする先限の3限月制の定期取引が行われていた。
- 13) 戦後、連合軍による対日政策として財閥解体が実施された。財閥や財閥家族の所有株式は持株会社整理委員会に移され証券処理調整協議会を通じて従業員や大衆投資家に分散された。このように官民一体となって証券保有の大衆化が進められたことを証券民主化と言う。

- 14) ある企業から運用をまかされている有価証券に含み損ができたとき、その企業の決算期に評価損を表面化させないため、証券会社が自ら仲介して決算期の違う別の企業に値下り前の価格で買いとってもらった仕組みのこと。
- 15) 数字はいずれも日経ビジネス誌（98年2月9日号）による。
- 16) 営業特金とは特定金銭信託の1種で、投資家や投資顧問会社に代わって証券会社が運用を指示する金融商品。会計上、すでに保有している有価証券の簿価と切り離して売買できることから企業の財テク手段として80年代半ばに急拡大をみた。

## 第7章 証券不祥事と企業倫理

### 1. はじめに

1980年代前半から90年代にかけてわが国4大証券会社(以下、4社と略す)が惹き起こした証券不祥事は世界の常識から大きく乖離した事件であり、わが国証券業界に対する信任を著しく低下させるにいたった。一方、その不祥事の主役の一人を演じてきた山一証券(以下、山一と略す)が97年11月に巨大な簿外債務を抱えて突然死した。言ってみれば、山一の破綻は4社同根の不祥事の延長線上にあるともいえる。しかしながら、不祥事という4社共通領域のなかで山一だけが破綻したという現象は業界の問題から切り離して、山一の経営の視点から分析する作業が別に必要である。

本章の考察の過程で、わが国証券会社の経営の原点とでもいったものを改めて認識させられているところであるが、わが国の証券業界の近代化の歴史は収益と競争の追求の歴史であったといえる。たしかに、それらは企業の生存と存続のためには不可欠な原則でもある。一般的に言って企業経営は「収益の極大化」と「競争での勝利」を目的に猛進することによって自社の優位の確立をはかってきた歴史である。そのなかで証券会社の利益拡大主義や会社絶対主義が定着するに至ったのは当然であるとはいえ、利益と競争の極限なまでの追求は非倫理的行為や反社会的行動も会社のためには許されるという4社の社風を生むことになった。

基本的には、1960年以降、4社の経営のなかに倫理的観点が全くといっていいほど存在しなかったということである。組織のなかに倫理を確立するには色々の手段が考えられるが、何といてもその中心軸は社長(リーダー)であり、企業は社長の経営倫理に対する考え方に左右される。この意味において、4社の歴代社長が自社の非倫理的、反社会的企業体質を培養してきたともいえる。目先すぐに役立つそうにないものは無視するといった最近迄の証券会社の経営



のあり方では、長期的には信用を失い衰亡に向かうことを銘記すべきである。

## 1. 証券不祥事

一般的に、証券不祥事といわれているのは2つの事象を指している。①は1980年代中頃から話題になりはじめた、暴力団や総会屋といった反社会的存在と証券会社（4大証券）との関係であり、②は大口顧客（主として企業）に対する損失補填事件である。90年代になってわが国でも次第に経営倫理の問題が注目されはじめたが、そのような社会環境下で生じた証券不祥事は国民の証券業界に対する不信感をますます高めることになった。

### （1）証券不祥事の経緯

1989年の株式市場は最後の狂宴を演じて、大納会の日経平均株価は38915円の史上最高値をつけたが、これが長期に亘る上昇相場の大天井となり、その後の大暴落のあと現在に至るまで市場は低迷状態にある。ちなみに市場爛熟期の90年3月期決算をみると、野村証券（以下野村と略す）の経常利益は史上空前の4890億円であり、4社中最下位の山一ですら2260億円に達していた。一方、同期末における預り資産に目を転じると野村は60兆円超、山一のそれは38兆円といずれも膨大なものであり、当時の4社の業容の強大さを窺い知ることができる。しかしその裏面においては、常識では不可解な不祥事が進行していた。

そもそも4社と暴力団や総会屋との癒着関係は株主総会を平穩無事に乗り切るための対策としてはじまったものであり、1980年頃から世間の噂になっていた。それが大きく喧伝されだしたのは89年後半に生じた広域暴力団「稲川会」による東急電鉄株買い占め事件からで、それに関連して買付資金の一部が野村、日興両証券会社の系列ノンバンクから出ていたことが捜査当局の調査によって判明したのである。さらに野村の場合、時をほぼ同じくして東急電鉄株の大量推奨販売を全国営業網を通じて強力に展開した。そのため、この事件は稲川会前会長との共同作戦であるとの疑惑を呼び、野村に対する非難の声が高まった。この事件を発端として、その後発覚した大口顧客への損失補填とも絡み、91年

に、当時の会長田淵節也と当時の社長田淵義久の退任をみるに至ったのである。

東急電鉄株事件を契機として、証券業界に対する不信をますます増幅する大きな事件が2つ発生した。まず第1は、1990年7月に表面化したところの、4社を中心とした大口顧客への損失補填問題であった。91年7月に日本証券業協会の公表した「損失補填企業リスト」によると、87年10月から90年3月迄の4社全体の補填金額は1283億円に達し、補填件数は4社全体で法人顧客228社、個人顧客3件となっている。これは「営業特金<sup>1)</sup>」の契約時に証券会社が「ニギリ<sup>2)</sup>」と称して利回り保証を行っていた大口法人顧客への、87年10月のブラックマンデー以降の株式暴落によって生じた損失に対して行った損失補填がその中心である。補填の手口として代表的なものは債券（主としてわが国やアメリカの国債）やワラント債の売買を通じて行われたものである。元来事前に約束された損失補償は証券取引法第50条で禁止されていたが、事後的損失補填は法的に禁じられていたわけではない。89年12月の大蔵省通達によって、はじめて事後的損失補填も禁止されることになったのである。しかし何はともあれ、大口顧客に対してだけ損失を補填するといった不公正な行為は一般個人投資家に許容されるものではなく、市場の公平性に反するものとして、あるいは、企業倫理に悖るものとして、証券会社に対する国民の信頼を著しく損ねることになった。

第2の4社共通の不祥事であるが、この事件の端緒になったのは、野村が、かねてから流布されていた総会屋との関係についての世間の風評に勘えきれなくなって、自らの手で自主的に1997年3月になって発表した事実である。その内容は総会屋“小池隆一”の親族企業である「小甚ビルディング」に対する野村による利益供与と損失補填の事実を容認したものであった。東京地検特捜部による野村本社の強制捜査によって次のことが判明した。それによると小甚ビルディングの口座は93年3月頃開設され、「一任勘定」の取引の結果生じた損失に対する補填ならびに利益供与は、証券取引法と商法に対する違反行為にあたるものであった。6年前に新生野村を誓って再出発した筈の酒巻新体制は新たな不祥事により退陣を余儀なくされたのである。その後の取り調べで総会屋

小池隆一への利益供与事件は野村にとどまらず他3社も関与していたことが発覚し、各社共、東京地検と証券取引等監視委員会の捜査を受けるにいたった。そして山一の三木前社長も逮捕されるにいたり、総会屋小池隆一事件での企業トップの逮捕は野村、山一そして第一勧銀の3社となった。尚この事件での4社の利益供与金額は野村が3億7百万円、大和が2億3百万円、山一は1億7千万円そして日興のそれは1400万円であることが判明した。

以上、わが国証券業界を代表する4社が「4社間競争に勝利する」ことと「収益の極大化」をはかることだけに狂奔し、そのなかで次第に倫理観や道徳性を喪失していった恐るべき経営の不毛時代が生んだ所産について述べた。それは野村の田淵節也社長（1978年就任）、山一でいえば横田社長（80年就任）以降の時代のことである。

ここで、失われた時代の背景にあった証券行政について付言しておくことが必要であると考えられる。そもそも証券領域をめぐる各種の不祥事は、わが国のみならず、アメリカをはじめ世界各国でも知見し得るところである。株式市場が市場参加者達による投機を通じて自己の利益の最大化をはかる場であることを考えると、証券業界は他の業界に比較して不祥事が多発しやすい環境にあるともいえる。したがってアメリカの証券政策の最大の理念は投資家保護にあり、それを基本に証券行政が行われているのである。アメリカでは証券業については登録制である。何人に対しても自由に市場への参入と退出を認める制度であり、できる限り行政の干渉を廃し、業界による自律的運営を基本に置いている。このことは証券業の発展と進歩が競争と自然淘汰のなかでのみ実現されるものであるとの考え方に立脚している。証券行政についても公正・透明な市場をめざし、そのなかで、アメリカでは証券業者は自由かつ革新的であるべきだとの理念のもと、伝統的に事後監視型行政である。

翻って、わが国では1960年代半の証券恐慌時に業界の収益性や経営の安定性について問題点が表出したために、65年10月施行の改正証券取引法で、開業についてはこれまでの登録制から免許制に移行した。免許制の実施により、たしかに証券会社の経営基盤の強化や社会的信用の向上がみられ、投資家保護の育

成に繋がったが、一方では、大蔵省の護送船団方式による事前調整型の証券行政ならびに強大な許認可権をもつ裁量行政が強力に行われることになり、わが国独自の社会風土とビジネス文化のなかで、官と4社の間に大きな癒着関係が生じるという弊害をうむことになった。

わが国証券業の大戦後の特徴は、4社の強大な業界支配力と1960年代にはじまる4社と官との癒着構造の2点に集約される。特にわが国の官僚機構が業種別に縦割りになっていて、各省の所管業務が明確に区分けされているため、官僚の役割りや権限は図抜けて大きいものがあつた。4社のもつ既得権益は大蔵省によって保護され、それが官僚の天下りなどの特権と個人の汚職といった腐敗に繋がり、そのことがまた4社の便益を生むことになるといった負の連鎖をつくりだしていたのである。

さて、1の冒頭において触れたところでもあるが、証券不祥事は、4社と総会屋・暴力団との利益供与（商法違反）を含めた繋がりという反社会的行為と大口顧客に対する損失補填といった、違法にして非倫理的経済行為の2点である。前者は証券業界だけの問題ではなく、わが国経済界全般の抱えている共通の退廃であり、欧米先進諸国では考えられないことがらである。なぜわが国だけに総会屋が存在するのかについてであるが、1つは情報公開の問題であり、2つめは株主軽視の経営にあるというのが正鵠を射た見方であると思われる。わが国企業の多くはディスクロージャーの内容自体が不十分である上に、できるだけ企業内容の情報を開示することなく、株主総会を短時間のうちに終らせようとする経営姿勢が総会屋を跋扈させた主原因である。政府としても事態を重視し、1997年9月に「総会屋対策要綱」を発表している。その対策の一環として利益供与要求罪を盛り込んだ商法改正も含まれている。しかし本質的には、わが国企業の経営倫理の改善をみなければ、法による規制と取り締まりの強化だけでは総会屋の根絶は難しいといえることができる。

また損失補填という主として4社とその顧客企業との間で生じた非倫理事件も欧米先進諸国からみて理解困難な問題であるが、損失補填行為の事後処理のなかで簿外債務を生みだし、それが山一の破綻を招いたという事実も重ね合わ

せて、4社の損失補填事件の実体を整理し把握しておくことが必要であると考えられる。その前に損失補填が悪（反企業倫理）とされる理由を述べておきたい。それは次の3点である。その1は、補填が一部の大口顧客だけに行われるために「不公平」であるという点、その2は、証券市場本来のもつ効率性と透明性を損うこと、そしてその3は、市場への信頼性が失墜するということである。

そもそも市民を震撼させたところの証券不祥事の根源には、損失補填と不可分な関係にある営業特金の存在がある。営業特金の運用の結果生じた損失を埋めるための損失補填の問題は、基本的には証券会社の経営体の責任であるが、証券会社と大蔵省との癒着関係の影響もかなりみられるところでもある。以上の認識に立って、営業特金を中心として損失補填という不祥事を探ることにする。

1989年末における特金・ファントラ<sup>3)</sup>の総額は史上最高の42兆円を記録するに至っていた。その金額の内、株式組み入れ額は20兆円とみられ、そのなかの30%近く、すなわち6兆円程度が営業特金であったといわれている。この営業特金の運営に関し、大蔵省による最初の警告が86年10月に口頭注意の形で証券会社に対して行われた。これは証券会社による「ニギリ」の噂が85年頃から当局の耳に頻繁に入りはじめていたことによる。89年10月に、大蔵省は「証券会社の営業姿勢の適正化および証券事故の未然防止について」と題する証券局長通達を出し、事後的損失補填行為を証券会社に対して正式に禁止するにいたった。しかしその通達には通達の施行日や補填行為の内容等具体策は何等示されていなかったのである。その後90年3月迄のおよそ半年間にわたって実際に補填が実行され続けていた事実は、その間行政当局による補填に対する黙認があったものと解釈されて当然のことである。すなわち、補填によって営業特金の適正化を進めるよう大蔵省の指導が行われたと見るのが妥当な見方であると思われる。ところが損失補填や不当な利益供与が社会に広く喧伝されはじめた90年夏以降になると、大蔵省は「損失補填行為は絶対に行わないよう強く指導していた」と証券・金融特別委員会などの場で答弁することに終始した。

日本証券業協会が1991年7月に発表した「損失補填リスト」によると87年10月から90年3月迄の4社の総補填額は1283億円に達していると先述したが、各社別に分けると山一は456億円、日興が331億円、野村が275億円そして大和のそれは221億円であり、山一が最高額であった。しかし補填の多寡はともかく、当時の山一の収益状況や自己資本額から判断しても、山一が破綻に至る必然性は全く考えられなかった。その後の各社の営業特金への対応の相違が生死を分けることになったのである。

1991年になってから、証券会社のみならず銀行にも不祥事が表面化しはじめたため、衆参両院の予算委員会によって、先に触れたところの証券・金融特別委員会の設置があり、その流れのなかで、91年10月に証券取引法の一部を改正する法案の成立（92年1月1日施行）をみた。その改正は証券取引法50条が中心であり、主たる内容は「証券会社に対する投資一任勘定の禁止」と「損失補填と利益提供の禁止」（顧客を含む違反者への罰則規定の制定をみた）の2点であった。

## （2）4社の企業体質

わが国証券業界の際立った特徴として挙げられるのは、1950年頃に確立をみた4社による超寡占的な市場構造とその土俵のなかで闘われてきた想像を絶する激烈な4社間競争である。しかし野村と他3社との企業格差は時を追って拡大し、70年代初頭には「1社対3社」と揶揄されるようになった。野村の地位が盤石のものになるにつれて、他3社の経営体は永久に野村を凌駕することは不可能であると自覚するに至るが、他3社としては従来と変わらず業界トップの奪還を目指して闘わざるを得なかった。何故ならば野村に取り残されことなく懸命に走り続けることが4社体制の維持に必須であり、そのことが最高権力者の保身に繋がる最良の経営戦略であったからである。

1978年に田淵節也が野村の第6代社長に就いた。就任にあたって社内に表示された経営ビジョンの要旨は「現在の証券業界におけるリーダーの位置に満足することなく、金融・証券を含めた総合金融サービス業界のリーダーを目指す」

と言うものであった。そのことは野村が一層の業容拡大を指向することであり、4社間競争のさらなる激化をもたらすことを意味した。

これを機に、4社比較のための最もわかり易い指標である収益の増大と株式出来高シェアの拡大に向けて、これまで以上に4社が疾走することになったのである。そして次第に自省心を欠いた狂気の世界へとめり込むことになっていった。その結果4社の経営は、企業利益の追求にとって目先の役に立たない経営倫理や企業の社会責任といった大切な理念を置き忘れ、いつの間にかルールを支える倫理観を喪失するに至った。

上記のことを端的に示す1つの具体例を述べることにする。それは株式の「推奨販売」方式といわれたもので、4社によって採用された重要な営業戦略であった。これは1960年代中頃からすでにその徴候は見られたが、当時においては小規模のものであった。しかし70年代後半になって、まず野村が基本的営業戦略として大規模に採用したことから、他3社も一斉に追随することになった。その手法を説明すると、まず事前に特定の株式を大量に在庫したのち、取引所内で株価をつりあげながら、全国営業網を通じて極めて積極的に多数の顧客に推奨するものである。販売時の価格を時価より安く分譲することにより、顧客への販売は容易になり、証券会社としては多額の売買益と委託手数料を得ることができるシステムである。この方式は不公正な株価形成を助長したり、画一的営業姿勢を生むことになり、また顧客の利益や投資方針を無視した無理な販売行為につながるなど数々の弊害を生むことになった。この営業戦略は投資信託の販売にも生かされ、元来、長期保有を原則とする投資信託が、短期間での回転商内を顧客に強いることにより、顧客の利益をかえりみない手数料獲得の手段に利用されるようになった。このノルマ達成のための営業行為が、個人投資家の極めて優れた投資対象であるべき筈の投資信託に対する国民の信頼を著しく損なう結果を招いた。

平成景気直前の1980年代半ばに入ると、株式相場は一段と活況を呈しはじめ、高株価を支えに、わが国上場企業が挙ってエクイティ・ファイナンスに乗り出すことになった<sup>4)</sup>。84年、85年にはそれぞれの年間発行額が4兆円台であった

ものが、86年から急激に増加し、89年には年間発行額は史上最高の27兆円に達するに至った。営業特金が全盛をきわめた85年から89年の5年間に調達されたエクイティ・ファイナンスの総額は67兆円に上っている<sup>5)</sup>。

一般的に、エクイティ・ファイナンスのような長期資金の調達には設備投資に充当するのが企業経営の常識となっている。当時の企業の設備投資はキャッシュフローの増加にほぼ見合っていたところから、数字上は資本市場からの資金調達のかかなりの部分が企業の手元に残ったものと見られる。エクイティ・ファイナンスは発行企業と幹事証券会社の双方にとって利益が一致するものであり、両者の癒着のなかでの「使途の明示されない資金」の大量調達は常軌を逸した行動として指弾されるべきものであった。

この明確な使途をもたない膨大な余剰資金の多くは、必然的に、好調な株式市場を背景に証券市場に投入されることになった。その受皿は主として特金・ファントラであったが、当然のことながら4社は証券会社に運用を一任される、いわゆる営業特金の取り込みに各社全力を挙げることになったことは先述したところでもある。表1は損失補填リストに登場した上場企業の5年間（86年度から90年度）の資金調達と設備投資との関係を示したものであるが、エクイティ・ファイナンスによって調達された資金が営業特金に利用された状況を、間接的にはあるが、ある程度理解することができる。

営業特金の運用は証券会社の事業法人担当者が一任されて行うケースが多くみられたが、いずれにしても資金を頻繁に回転する商内を通じて証券会社は多額の手数料を獲得することができた。その上、一般的には知られていない更なる営業特金の歪みは、その資金を利用して、ある特定上場企業の株価のつり上げや買い支えなど株価操作的行為が行われたと言われていることである。

先に1989年末における営業特金の総額は約6兆円と推測されると述べたが、山一分は全体の3分の1の2兆円を占め、4社中最大額であったことはほぼ間違いない事実である。その理由としては、リテール営業部門で劣勢を続けていた山一が法人部門で挽回すべく、この機会を捕らえて営業特金の獲得に全力を傾倒した結果であるのは勿論であるが、一方では「法人の山一」といわれて



きた伝統的な名前にこだわりを持ち、幹事としての地位を守るために、あるいは積極的に資金の吸収を促進するために、企業（特金の出し手）の圧力に屈する形で、証券取引法の違反にあたる利回り保証の「ニギリ」を他社より多用した

表1. 損失補填リストに登場した上場企業の過去5年間の資金調達と設備投資の関係

(単位: 億円, %)

順位	会社名	$\frac{A}{B} \times 100$	A	B	順位	会社名	$\frac{A}{B} \times 100$	A	B
			設備投資額	社債・転換社債の発行額				設備投資額	社債・転換社債の発行額
1	西華産	2.1	3	145	43	学研	57.4	80	140
2	イトマ	5.2	80	1551	44	ラオックス	58.7	88	150
3	阪和興	5.6	173	3098	45	インテック	59.0	235	399
4	丸紅	8.6	300	3471	46	松電工	59.1	2086	3531
5	岡部	9.1	5	63	47	アルプス	59.4	671	1130
6	トメ	10.1	164	1631	48	ノリタケ	62.2	129	208
7	湯浅商	10.1	28	281	49	富機製	64.4	76	119
8	住友商	12.3	495	4026	50	高周波	64.8	143	221
9	伊藤	12.9	514	3996	51	大同特	66.3	825	1245
10	高島	13.8	6	43	52	日精工	66.4	1174	1768
11	東ス	15.1	22	150	53	菱油化	66.4	1034	1557
12	長瀬産	17.1	63	370	54	TOKAI	67.9	197	291
13	菱電商	21.0	20	99	55	ニチイ	68.5	1822	2662
14	ヤオハ	21.9	130	594	56	昭電工	68.9	1823	2647
15	三菱商	24.7	1075	4355	57	田辺薬	70.2	514	733
16	ウシオ電	27.9	107	386	58	アマダ	70.5	423	600
17	ユニ・チャーム	28.3	64	227	59	郷船	72.2	1253	1736
18	キャノン販	30.8	231	751	60	上新電	73.2	283	386
19	紙パ商	31.7	85	270	61	エーザイ	75.0	512	683
20	アマダメ	32.8	98	300	62	太陽酸	76.0	141	186
21	日商岩井	33.2	386	1163	63	兼松	78.0	384	493
22	NJK	34.3	19	56	64	筒中	79.2	126	160
23	古野電	35.4	74	209	65	三菱石	79.9	1068	1337
24	オートバックス	36.4	93	255	66	ロイヤル	80.1	230	287
25	北沢パ	38.9	187	482	67	松下	80.8	4455	5513
26	モリエ	42.4	91	216	68	東急百	81.6	688	844
27	新日本建	44.0	4	10	69	オンワード	82.0	358	437
28	レナウ	45.4	414	913	70	不二油	83.6	250	300
29	日本	46.4	376	809	71	コロンビア	85.4	198	232
30	日石	46.6	2032	4359	72	コマツ	86.0	1166	1356
31	積水化	49.0	1011	2062	73	日立情報	86.9	109	126
32	ミズノ	50.3	345	686	74	昭電線	87.5	286	327
33	三井建	51.4	154	300	75	不二越	88.8	415	468
34	群栄化	51.5	98	190	76	協発酵	88.9	543	610
35	関西ベ	52.2	332	637	77	奥村組	89.9	137	152
36	ブリマ	52.4	209	399	78	住金	89.9	3731	4149
37	日立プラ	53.2	42	80	79	新日鉄	91.4	5789	6331
38	西洋ワー	54.9	230	490	80	住友機	91.7	446	486
39	カスミ	55.2	91	170	81	味の素	95.0	1139	1200
40	ハウス	55.2	1984	3096	82	槽崎産	97.9	53	54
41	大成	55.2	53	96	83	テルモ	98.2	687	700
42	芝セラミ	56.6	224	396	84	ニチレイ	99.8	1155	1158

(出所) NEEDS-COMPANY (日本経済新聞社の総合企業データベースシステム) のランキングによる。

(注) ランキングは社債 (ワラント債を含む) ・転換社債発行額に対する設備投資額の割合の小さい企業順。

対象期間は86年度から90年度。設備投資額は有形固定資産の増加額と減価償却費の合計。

ためであると思われる。

### (3) 証券不祥事の基底にあるもの

以上、不祥事の経緯と不祥事を引き起こした4社の経営体質について論述してきた。ここでは、何が不祥事を生んだのか、その底流にあるものについての考察を試みる。

これまでに述べてきたところであるが、大戦後構築されてきた4社体制のなかで、4社間競争に勝利することと企業利益の極大化のみに腐心することに価値観を置いてきた4社歴代の経営責任者が、その経営過程で自己保身以外の何もかも考えない精神的無産者に墮してしまっていたことが不祥事の根源にあることは何人も否定し得ないところである。

証券会社に限らず企業経営というものを単純化すれば2つの領域に集約することができると言われている。その1は財務（資金の調達・管理および統制）であり、その2はマーケティング（既存顧客の定着化と新規顧客の開拓）である。そして経営者の義務はこれらの2つに対して最適な企画をたて最善の行動をとることにある。しかし企業経営にとって、上記の2点の上に位する（従ってもっとも重要な）例外が1つだけ存在しているといわれている<sup>6)</sup>。

それは、最高経営者として自分が今迄行ってきたこと、現在行っていること、そして将来行おうとしていることが自ら省みて道徳的基準や社会的倫理に照らし合わせてどうであったか、あるいはどうであるかを見詰め直すことである。企業の存在目的が利潤の追求にある以上、経営者の意志決定を財務と顧客の枠組みのなかで処理することは避けて通ることはできない。しかしそれだけでは決して十分とはいえない。最高経営責任者の思考と意志決定のなかには倫理性と道徳性が存在していなければならないのである。これは自社の経営の中で、このことは正しいことか不正なことを判断する自己規律の重要性を意味している。こうした品性ないしは良心が欠落していると何時かは会社を衰退させる結果を招くことになるものと考えられる。

## 2. 証券会社のモラル意識

### (1) キャロルのモラル・マネジメント・モデル

一般的に言って、企業倫理の必要性が最初に明確な形で強調され始めたのは、1970年代のアメリカにおいてであって、それほど古い話ではない。わが国においては、90年代初頭からのバブル崩壊以後になって、企業倫理という概念に対する社会の意識が急速に高まるようになった。90年代のバブル景気の破綻とともに、それまで国際的に高く評価されてきた、いわゆる日本型経営の暗部がつつぎと表面化するにいたった。それは、証券業界にとどまらず、金融業、建設業など多くの業界の企業が関与するさまざまな不祥事の驚くべき多発現象であった。

そのような環境のなかで、多くの企業倫理に関するアメリカを中心とする文献がわが国に紹介されるとともに、わが国の著者による書籍・論文等も多数出版されるにいたっている。しかしながら、モラル的経営管理とは何を指すのか、さらに言えば倫理的企業とはどのような存在なのかと問われた場合、それに対する具体的モデルが検討されていないとともに、具体的な内容が見出せないでいるというのが実態であるように思われる。

そのなかにあって、貴重な研究資料(文献)をわれわれに提供してくれているのがキャロル(A. Carroll)である<sup>7)</sup>。彼は倫理マネジメントの態様を3つのモデルに分類して説明している。まず、その分類内容を説明することにし、その後その分類のなかにあって、わが国証券会社(主として4社)がどのような位置を占めてきたかの検証を試みることにする。キャロルは倫理マネジメントのあり方を①モラル企業(倫理的企業)②インモラル企業(非倫理的企業)③アモラル企業(-amoral-倫理に無関心な企業)の3つにモデル化している。以下に各モデルの具体的内容に言及する<sup>8)</sup>。

①モラル企業—モラル基準に合致した倫理的存在でありたいという継続的な努力のもとで経営が行われている企業。これらの倫理的企業の特徴は次のようなものである。

その1は、経営者が健全な倫理規範(公正、正義などの)の範疇で事業を成功

させることを志向するため、公正であり、かつバランス感覚を有し非利己的である。

その2は、企業目的が遵法精神に則り、また倫理基準に適格に対応した状況のもとで、利潤を求め続ける。

その3は、法律とは倫理的経営行動の最低限の基準であり、経営者は法律以上の水準で行動することに努力している。

その4は、倫理的行動の範囲内で追求できる経済的機会だけを求めることが倫理的企業の経営戦略であり、「ある行動や決定が自分達にとって、そして関係するすべてのステークホルダーにとって公平であるかどうか」が行動指針となる。

②インモラル企業—モラル企業の正反対に位置する企業である。倫理原則が欠落しているだけにとどまらず、倫理的とみなされているものと反対の経営が行われていることを自覚している企業が非倫理的企業である。それらの企業の特徴は以下の如きものとされている。

その1は、経営者の行為が極めて利己的なものに根ざしている。

その2は、経営目的は、いかなる犠牲を払っても利潤をあげ、組織的にも成功することであり、経営者は他の目的や要求を一切考慮しない。

その3は、非倫理企業では、法律は自己の利益のためには克服しなければならない「障害」として見なされており、非倫理的行為だけではなく非合法な行為にも必要があれば従事する。

その4は、利益を得る機会をあらゆる手段を通じて探し出すことが非倫理企業の経営理念であり、そのためには手段を問わない。「いかなる決定をして、いかなる行動をとれば、金儲けができるのか」が非倫理的企業の行動指針である。

③アモラル企業とは、モラル企業とインモラル企業の中間に位置する存在である。アモラル企業には2つの形がある。第1のタイプは意図的アモラル企業であり、経営者は、企業活動は倫理的判断が適用できない分野であると考えているために、経営の意思決定や行動に倫理的要因を持ち込まないことにしてい

る。第2のタイプは意図せざるアモラル企業である。このタイプの経営者は自分のしたことの何が倫理的次元を有しているのかを考えずに、企業生活を過ごしている。

アモラル企業はいずれにしても、利潤の追求を目的とみなして、その追求と結びつかざるを得ないようなモラル問題にも承知して注意を払うことない。もしアモラル企業の経営者に倫理的指針があるとするならば、それは遵法精神ではなく法律の文言で制約を受けた市場であり、このタイプの経営者は法律を企業活動が展開される媒介変数とみなしている。

過度な倫理的構造で経営者を制約するのではなく、自由企業制度という信条のもとで自由に行動することが戦略である。個人の倫理観が経営に意図せざる形で入り込むことがあるかも知れないが、そのことが経営のあり方を左右することはない。経営者の精神的伝導装置が中立的であることがアモラル企業のスタイルであり、「われわれはこの決定や行動でお金を儲けることができるのか」が行動指針となる。

## (2) キャロル・モデルにおける証券4社の企業倫理

大戦後の1947年に、わが国の証券取引法がアメリカの33年証券法、34年証券取引所法を範として制定された。その後、山一が破綻した97年にいたるまでの50年間にわたる証券会社の経営を、先述したキャロルの倫理マネジメント論の分類のなかで規定すると、残念ながら、その後半にあたる20年間は②のインモラル企業(非倫理的企業)としてとらえざるを得ない。とくに4社の経営と営業活動はインモラルであったといえる。以下に4社の経営ないしは営業に関する行為によく使用されてきた言葉を順序不同に羅列するが、それらの表現は証券会社のステークホルダーならば誰もがインモラルな行為として連想するものである。たとえば、推奨販売・投資信託の短期売買・各種商品の強制割当て販売・無断売買・リスク商品の説明不足・アフターサービスの欠如・利益供与・損失補填・株価操作・特別顧客口座・総会屋対策・暴力団との癒着・ディスクロージャーの不十分な企業の新規公開・株主を無視した資金調達・簿外債務な

どなどである。

このような健全性を無視した経営姿勢を生んだものは、4社間競争のなかで、最大の利益をあげる機会をあらゆる手段を通じてつくり出すこと以外の目的や要求を経営者が一切考慮しなかったことにある。

企業を利潤の極大化をめざすものとして見なすフリードマン (milton Friedman) でさえ、社会的責任について次ぎのように述べている。「1つのそして唯一のビジネスの社会的責任がある。ビジネスがゲームの規則のなかにとどまるかぎり、そこでの資源を利用し利潤を高めるようにデザインされた活動に従事すること、すなわち騙したり、詐欺をはたらかずにオープンなそして自由な競争に従事すること<sup>9)</sup>」。「自由企業・私的所有制度のもとでの……経営者の責任は……社会の基本的なルール(すなわち、法律に具体化されたルールと倫理的慣習に具体化されているルール)に従事し、できるだけ多くの利潤をあげる……こと……である」<sup>10)</sup>。

テオドル・レビットは「社会的責任の危険」という論文において、「……ビジネスの成否を測る最良の尺度は利潤であって、倫理的責任などではない。もしビジネスがそうした活動に努めれば、結果は悲惨なものとなろう<sup>11)</sup>」と述べている。その利潤極大化論者であるレビットですら、「自分(経営者)が行っていることの道徳的正当性や社会的価値について自分としてどう考えるかは大切なことである。統率し経営にあたるものは、他の人と同様に、何らかの倫理的基準、社会的責任や礼儀についての何らかの感覚、正しいこと間違ったことに関する何らかの行動原則といった、ある種の道徳的なジャイロスコープによってバランスを維持するものと考えられている。また、彼等は、ある種の品性、良心、さらには高潔さすら持つものと期待されている。こうしたものが欠落すれば、他に何を言っても、また何を定めても、意味のないことである<sup>12)</sup>」と述懐している。

上述のことは、企業を利潤の極大化をめざすものとしてとらえているフリードマンやレビットですら、倫理観が彼等の想念の地層に流れていることを示しているものである。しかしながら、わが国の社会では、利益追求のみが企業の

目的であり、最近までは制度上の明白な事柄として、広く受け入れられてきたことは事実である。皮肉なことに、山一の経営破綻が利潤追求という企業目的がはたして絶対的なものであるのかどうかという疑問を、証券会社のみならず、わが国の多くの企業に投げかけたことは意義深いことであったといえる。

### (3) 4社を非倫理的ならしめた要因

#### (a) 倫理メカニズムの不在

企業は利潤追求を目的としてつくられた協働体系であるということには現在でも異論は少ない。大戦後、証券業会社も利潤の極大化が企業本来の目的であることに何ら疑義をはさむことなく猛進してきた。しかしながら、1990年代の株価バブルの崩壊を端緒として、つぎつぎに4社の証券不祥事が表出したことによって、社会から経営倫理を問われることになった。その延長線上に山一の破綻を迎えるにいたり、証券市場は不信のなかで20世紀の幕を閉じたのである。新しい世紀に入った今、証券業界は利潤追求だけが経営上の企業の目的ではないとの反省と自覚の上に立って行動を進めはじめていることは実感されるところである。そして、多数の外資系証券会社の参入によるわが国金融・証券市場の内外一体化と構造の変化はわが国証券会社のビヘイビアの変革を加速させつつあることもたしかである。

証券会社が社会契約を通じて求められている条件として、①顧客の利益を第1とした営業、②ステークホルダー間の利害の調整、③公正な市場創造への参画、④組織が自己を規律していく「自浄メカニズム」の構築ならびに企業の倫理的経営を具体化するための「倫理メカニズム」の創造の4つがある。とくにわが国の証券会社には第4の視点が重要である。

4社の経営が非倫理的であり続けたのは、大戦後、大蔵行政のもとでつくられた「4社の枠組み」、それはその後、4社であるがゆえに多くの権益が与えられるなかで、官との癒着を深めることにつながり、ますます4社が強大になっていったのであるが、その「4社の枠組み」のなかで各社間の覇権争いが生じ、それに勝利するために利益極大化戦略がとられたことによるものである。

この前提に立つと、本源的に、わが国証券会社が非倫理的であったということではない。たしかに、アメリカの証券会社はわが国の証券会社と比較して倫理的であったといえる。それはアメリカの証券会社に「倫理メカニズム」が存在していたことも否定しえないが、一方、アメリカの証券規制機関としてのSEC(連邦証券取引委員会)が多数の専門家集団をスタッフとして抱えることによって、当時のわが国の大蔵省による護送船団方式のもとでの証券局の弱小な監督体制に比較して、アメリカの連邦証券諸法を実効的に運用できる体制を整えていたことにも起因している。とりもなおさず、SECの存在が、アメリカの証券会社が倫理・法令遵守体制の構築を行うことなくして経営が成り立たない状態をつくりあげてきたことをも考慮にいれる必要がある。

#### (b) わが国社会の倫理意識形成の必要性

山一の例にみられるように、長期的に見れば、無責任で利己的な企業は市場の厳しい淘汰を受ける結果になるが、中短期的にも経営倫理と企業の間でそうした関係が成り立つためには、市場参加者たちの認識や行動が重要な要素となるのである。かりに顧客、株主あるいは社会が、企業倫理の必要性を日常から自覚していれば、また彼等が個別証券会社の倫理的取り組みを知らせる情報が不確実であるとか、あるいは不正な倫理的情報を得たとした場合に、当該証券会社を排斥するような手段に訴えることができる存在であれば、倫理と経営は結びつくのである。

アメリカの証券会社がわが国の証券会社よりも倫理的側面で勝れている背景には、法令(証券規制など)、意識(宗教的背景など)の相違もあるが、さらに重要なことは、社会に企業倫理を大切にする仕組みが存在しているからである。つまり、アメリカでは倫理実践、法令遵守をないがしろにすれば、企業の存立を危険にさらす社会制度が形成されているともいえるのである。

### 3. わが国証券業の企業倫理の確立のために

#### (1) 社会的潮流としての倫理意識

アメリカに後れることおよそ20年、1990年代後半に入って、わが国において



も急速に倫理実践や法令遵守に対する関心が高まることになった。一般的には、経済のグローバル化にともない公正なビジネスの実行が必須な要件となったことと、個別企業と業界規模の多種多様な不祥事の続発に対する社会批判の拡大がその背景にある。

証券業において、企業倫理の必要性が強調され始めたのは、先述したところの証券不祥事の多発に対する社会批判が端緒となった。その上で、大蔵省による過去の事前指導型行政が、事後型ともいえる証券取引法などの市場法による管理行政に移行することになり、従来、重視されてこなかったコンプライアンスが重要性を増し、企業内部の自己管理能力が必要とされるようになったためである。

企業倫理(ビジネス・エシックス)という考え方は、アメリカにおいて自己利益を代表する「ビジネス」とそれと相矛盾する、他者への配慮を意味する「エシックス」という2つの言葉が統合することで生まれたものであり、またそれは、「法令遵守」を含む広い概念でもある<sup>13)</sup>。自己責任と社会的説明責任が重要視されるにつれ、企業は真剣に倫理法令遵守の問題に取り組まなくてはならなくなっている。これは歴史の引き返すことのできない潮流でもある。

## (2) 証券会社の倫理意識構造

証券業の企業倫理意識、ないしは証券業者としての山一の倫理意識なるものは、その業界の特殊性、換言すれば異業種としての属性を考慮に入れる必要はあるものの、基本的にはわが国ビジネス社会全体の倫理意識構造の影響下にあったといえる。従って、わが国ビジネス社会の企業倫理の特徴をみるために、わが国企業で働く人々の倫理意識考察が、異業種としての証券業の倫理意識の検証にもつながることになる。ビジネス社会の倫理意識はわが国の歴史、社会、風土、文化などを基底としてものであると同時に、各業種・個別企業によってその態様に相違はあるが、以下は全体の平均像を示すものである<sup>14)</sup>。

ここでは、1998年に関西経済連合会が会員企業の社員に対して行った倫理意識調査を参考にして倫理意識の特徴を見ることにする<sup>15)</sup>。ビジネスマンから

みた企業倫理に関する意識は以下の3点に要約されると思われる。

(a) 経営体や企業上層部による「暗黙の圧力」ないしは「暗黙の了解」

これはわが国企業風土に、倫理が利益に結びつくと考える傾向がきわめて低いという前提がある一方において、経営者や企業幹部の心理の深層に利益や売上高の極大化を最大善とする考え方が定着しているため、組織内に不正を強要し、無責任で不公正な行動を認知するような「暗黙の力」が働いていることを意味している。一方、そうした圧力の存在に関して、従業員は無関心であり、明確な認識を欠いている。上述のアトモスフェアは、証券業においても4社間競争下の利潤最大化主義経営が自然なものとして理解されていたのである。そして証券会社の役員と従業員の間では、それに何ら抵抗を感じることなく受容されていた。

わが国では企業の不祥事に際して、よくみられる光景であるが、経営者は「それは下が勝手にやったことであり、われわれは全く気付かなかった」という。これに対し、下は「自分の裁量で適当に判断してやれと上司からいわれて行ったことであり、上は知っていたはずだ」となり、どこに責任があるのか明確でないといったケースが多い。しかしながら、最近になって、勝れたトップリーダーをもつ企業では、こうした「あいまいさ」の企業文化の変革がみられはじめている。

(b) 非倫理性の淘汰メカニズムの不在

わが国企業で働く人々の多くは、わが国のビジネス社会や市場に不正を裁く淘汰メカニズムが存在していないと考えている。本来、マーケットにおける競争のなかに、倫理的行動企業が正しく評価をうけることによって業績を伸ばす反面において、非倫理的行動企業は厳しい批判を浴び、市場から消滅して行く原理が働いていることが必要である。たとえば証券業界を例にとると、一般的にいつて株主や投資家は自分自身に直接利害関係のない証券不祥事や公開企業の不適切なディスクロージャー、インサイダー取引などについては無関心であり忘れやすく、社会問題として正面から提起することをしない。

(c) 企業倫理の構築に必要な社会システム

前述の調査によれば、ビジネスマンは企業倫理をビジネス社会に構築するためには、企業トップをはじめとする経営者の意識改革を必要とすることは勿論のこととして、それにも増して大切なことは、企業倫理に関しての社会の仕組みを変えることが重要であると考えている。そのことは、倫理的な取り組みが企業の利益に結びつく社会的条件が整備される必要があるということを意味している。そのためには以下の2点が留意されるべきである。第1は、社会自体が企業倫理の重大性を十分認識することによって倫理尊重に努める企業を評価する、いわゆる「社会的倫理尊重」が存在しなければならないことである。たとえば証券会社に例をとると、営業マンが手数料稼ぎのために、顧客に強要して投資信託を短期間のうちに売却させ、新しい投資信託に正当な理由もなく乗換えさせようとする不当行為に対して、顧客が不正を当該証券会社や日本証券業協会などに問い質すことをしないで、個人的な問題として片付け、気にとめないとするならば、証券会社の投資家保護に対する対応は進まない。また、証券会社のステークホルダーが「経営者の任務は利益の極大化だけをはかるのではなく、顧客や投資家保護のための倫理的実践やコンプライアンスも重要である」と声高に主張すれば、証券会社の倫理軽視の姿勢は改善の方向に進むことになる。

第2は、倫理実践の程度に応じて企業を評価する影響力を社会が強めることである。たとえていうと、ある証券会社が倫理法令遵守に前向きに取り組んでいると当該証券会社のステークホルダーが判断すれば、その証券会社の商品の購入やその証券会社との取引を社会に積極的に勧めることによって証券会社を評価することができる。一方、倫理実践が消極的だと思われる証券会社に対しては、当該証券会社との取引の停止を社会に訴えるなど、何らかの制裁を加えるといったような「倫理尊重」の社会的体制の構築を進めることが重要である。社会の評価と情報(この倫理ディスクロージャーを促進するための手段としての情報体制の確立の問題は、わが国においては未だ手付かずの状態であり、早急な対策を要する)に基づいて、何らかの影響力を企業に行使することができなければ、企業倫理が証券業のみならずわが国ビジネス社会に広く浸透してい

くことは困難である。

#### 4. 非倫理企業としての山一の特異性

##### (1) 山一の企業倫理対応

「企業倫理」の本来の意味は、「公正かつ適切な経営を実現するための企業内活動」と要約することができる。その具体的な取組みの第1は、「倫理綱領」の作成であり、第2は「倫理実践を可能とする社内支援システムの確立と整備」である。山一は行平（社長）時代である1991年6月に「山一倫理委員会」を発足させ、社長を委員長として「山一倫理綱領」を制定した。つづいて同年7月には「業務管理本部」を新設している。この業務管理本部は山一の司法部門として、業務が適正に行われているかどうかをチェックする機能をもつ、いわば企業倫理システム管理の中核体として組織された。しかしながら、これらの対策は、証券会社の損失補填問題が次々に明るみにでた直後に、急いで設置されたものであり、社会の批判や当局の指示によって採択を余儀なくされた対策というべきであって、自発的意志から出たものではなかった。不祥事によって始まったこの取り組みは、対外的に体裁を整えることが主眼であり、倫理的な改革に向けて、不退転の決意で臨む姿勢は全く感じられなかった。そのことは、業務管理本部の本部長以下の幹部に、社内に影響力を持つ人材がまったく登用されていなかったという人事にも示されている。91年6月以前において、たとえ形式的にしる、山一が倫理関連の部署を持っていた事実はなかったし、他の命令系統の中に収められていた倫理関連部署の存在も記憶にない。

##### (2) 証券会社の属性と企業倫理

企業が生き残るためには、いまや企業倫理の実践は不可欠であるといわれている。言うは易いが行うは難しで、1個人としてですら、つねに的確な倫理判断ができ、その判断に合致する行動がとれる自信があると答えられる人は希少であると思われる。ましてや不完全な人間の集合体である企業にあっては、状況はさらに困難である。なるがゆえに、企業倫理実践の鍵は経営トップの姿勢、

すなわち、リーダーシップにあるのである。トップはいかなる環境下であれ、倫理的基準や社会的責任についての感性を維持し続けることが絶対の条件である。上述のことは企業全般についていえることであるが、とくに証券会社という一般の企業と違った特異な属性を考慮するとき、証券会社のトップのもつ倫理実践に対する役割の重要性をいくら強調しても強調し過ぎることはない。

アメリカ証券会社のアニュアル・レポート(Annual Report)のなかで、その企業理念(Corporate Philosophy)として、モラル(moral)とかモラリティー(morality)といった言葉を使った文言を目にすることが多い。アメリカの証券会社においても、市場参加者の信頼を得るためには企業倫理の確立が不可欠であり、またステークホルダーに自社をモラル企業として印象づけることの重要性を深く認識している証左である。

ここで、先述したところの証券会社の属性と他の一般企業の属性を簡略に対比することにしたい<sup>16)</sup>。その意図するところは、証券会社にとっていかに企業倫理実践が重要であるかを再認識すると同時に、それがいかに困難事であるかを理解するためである。①一般企業は、通常自社製品の開発、製造、販売を行っていて、製品価格はその会社自身が設定したり改定したりするが、証券会社も1部の自社商品を取り扱っているものの、基本的には株式・債券等各社共通の商品を売買していて、その証券の価格は証券市場の変動により日々変化し、しかも市場参加者が市場を支配することはできないという特徴を有している。②一般の会社が販売する製品のメーカーは簡単に識別が可能であり、また顧客の嗜好のパターンは測定が比較的容易であるし、他社の競合商品との比較もできる。しかし各証券会社間の証券商品の特性の比較は容易ではないし、特定の株式や債券の購入動機や忌避理由のマーケット・リサーチは不可能である。③販売面であるが、一般企業では、特定の市場に目標を定めて顧客と製品のマトリックスで細分化していく手法が一般化されているが、証券商品のほとんどは、必ずしも特定の顧客層だけに適合するとは限らない。④一般の企業では、いったん販売すると、製品に欠陥がないかぎり、そこで商売は終了する。しかも通常、一般商品の買入れに投入される資金は各顧客の財産のわずかの部分である。

一方、証券会社の顧客は、商品を購入するだけでなく、同一の証券会社を通じて、売却もする。しかも時間の経過に関係なく、売買を頻繁に繰り返すこともある。また、顧客の証券に投入する資金は顧客財産の大きな部分を占めていることが多い。⑤一般企業の製品は小売業者などを通じて間接的に販売されていて、販売する人間よりも商品自体の品質が重要視される。これに反して、証券会社では顧客と営業マンとの関係がきわめて重要である。最近では、オンライン・ブローカーの台頭によって証券会社と顧客との関係に変化をきたし始めているが、人間の要素の重要性は簡単には変わらないと思われる、などである。

上記の要素に加えて、一般企業との対比の問題としてではないが、さらに2つの証券会社の重要な属性を述べておきたい。第1は、証券会社の顧客は法人、個人の既存取引客を指すが、一方において、新規顧客の開拓は証券会社の最重要営業戦略である。証券会社は、連日全力をあげて、さまざまな手段を通じて、新規顧客獲得に努力しているが、極端に言えば、未成年者以外の市民の全員が将来の潜在顧客であるとみなすことができる。その上で、証券取引法は広く国民経済全体の円滑な運営に関する法律であるから、証券会社が非倫理的行為を起こした場合「証券市場の信頼性を損なった」として社会全体から非難される。「証券会社の信頼性」でなく「証券市場の信頼性」を問題にされるところに、証券会社のステークホルダーとしての顧客(将来の顧客を含めて)概念の把握には、一般企業とは異なる難しさがある<sup>17)</sup>。

第2は、4社のノルマ営業戦略(株式手数料、その他の割当て商品—たとえば投資信託、債券類など—の必達義務)が倫理実践精神を後方に押しやる傾向があるということである。そのことはわが国証券会社の経営構造と深い係わりをもっている。詳細は第6章証券会社の経営システムにて論じたところであるが、要するにわが国の年功序列賃金制、終身雇用制、内部昇進制といった、証券会社の経営に適合しない日本型経営システムか、従業員の昇進願望を強いものとし、そのことが社内権力に対する忠誠心の醸成を高める結果を招くことになり、営業部門においては手段を選ばない手数料収入獲得を通じての会社への献身、管理部門にあっては上司への追従につながっていたのである。アメリカ

証券会社の従業員は、業務実績連動型報酬(証券営業マンは手数料分配型)であるとともに、プロフェッショナル(特定分野のスペシャリスト)指向であり、社内昇進を目的として勤務する仕組みにはなっていないため、倫理を無視してまで手数料増大に走る必要性や必然性はないのである。

一般企業と異なった証券会社の属性を上述してきたが、それらを一口に言えば、「特殊性」と「多様性」という言葉で表現することができる。こういった証券業の特性は、経営トップの自己の理念(たとえば、利益極大化と企業倫理の両立を最善の形で実現させるといった理念)に基づく経営方針を全体に浸透させることを困難ならしめることになる。従って経営者は、絶えざる環境の変化のなかで理念を貫徹し続けることは容易なことではないとの強い認識の上に立って証券会社の経営を見る視点が必要である。

### (3) 山一のインモラル意識

証券恐慌(1965)後の証券史のなかで、山一だけがインモラル企業であったわけではない。野村をはじめ4社が共有する現象でもあった。ただ、山一には、他社と比較して、非道徳的行動に対する自己抑制や自省の精神が若干欠如していたという見方は正鵠を射ている。その根源には、山一にのみ内在する2つの事情があると考えられる。第1は、伝統的に山一の経営に流れる隠蔽の体質である。1965年の日銀特融以降の歴代の4人の社長(植谷—横田—行平—三木)は次々と発生する、法人顧客にまつわる不祥事を密室のなかで処理する過程を通じて相互の絆をより深めて行くことになった。その不祥事とは73年の日本熱学工業の株価操作事件<sup>18)</sup>、83年の名糖産業事件<sup>19)</sup>、86年の三菱重工転換社債の総会屋への割当て問題<sup>20)</sup>、87年のタテホ化学事件にまつわる損失補填<sup>21)</sup>、91年に表面化した阪和興業グループ、東急百貨店などの大口顧客に対する損失補填問題、91年の総会屋・小池隆一に対する利益供与問題などを指している。

負の秘密を共有することは経営トップの相互間の親密性をますます深めることになる。このようにして生じた最高経営者を中心とする側近者達の血族的関係が不都合なことを隠蔽する経営体質を膨らませていったということができる。

名門でありながら、山一という企業にある種の暗さを感じさせたのは経営の密室性にあったものと思われ、このような経営体質のなかで、山一は徐々にモラル意識を失い、営業体の志気を低下させるに至ったのである。

第2であるが、1965年の日銀特融で山一が受けた最大の後遺症は、他3社と比較して財務基盤の脆弱化がもたらされたことである。財的劣勢は国際化や電子化といった重要戦略部門への先行投資の後れをもたらしことになった。一方ではそのような事情を考慮することなく、4社中、万年4位からの浮上が経営の最重要事であり、営業に対する無理な要求はますます厳しいものになっていった。ただでさえ弱体化しているリテール営業部門への手数料獲得への重圧と、それでも尚追いつかない部分に対する法人部門への依存の連鎖は、いつのまにか収益の増大以外のものは無価値とする企業風土を作る結果に繋がったことがある。

4社間競争の勝利と自社の収益の極大化のみを優先し、顧客の利益をかえりみない営業に狂奔する異常環境のなかで、経営者は自己を見失い、山一は企業としての経営倫理や企業の社会的責任といった目先のには何の役にもたたないが、経営にとって不可欠なものを失うことになったのである。

#### (4) 山一のインモラル体質を生んだもの

過去における4社の企業目的は4社間競争のなかで、利潤の極大化をはかることにあったことは繰り返し述べてきたところである。そのために、経営は倫理・法令遵守に取り組んではいたものの、どちらかといえば消極的であり、むしろ利潤極大化を最優先させていたといえる。そうした4社の一般的風土のなかであって、山一の経営者は証券会社の活動は倫理的判断が適用できない分野であると考えて、経営の意思決定や行動に倫理的要因を持ち込まない風潮があった。

先述したように証券会社活動の特殊性と多様性は経営トップが経営理念を貫徹し続けることを困難ならしめるということを考えると、証券会社のトップは強い信念をもって経営にあたらなければならない。「利潤極大化」か「倫理実



賤」かの二者択一ではなく、企業存続のためには両者の同時並行的追求が絶対必要要件であることを周知徹底させることが証券会社の経営トップの責務である。人は自分に深い経験と十分な認識のないことに対しては無力であり、反抗しえない存在である。山一の歴代社長は営業経験と現場経験を欠いていたために、個人営業体から、「健全な倫理規範の範囲内で商売を行えなどといわれている、金儲けはできない」あるいは、法人営業部門から「このくらいの非倫理的行為には目をつぶってくれないと幹事関係が危なくなる」と迫られたときに、不安にかられて、黙認せざるをえなかった。こうした対話の連続が営業体の倫理原則重視マインドの欠落を生じさせたのみならず、経営トップ自身が遵法精神や倫理観を次第に喪失することになったのである。

## おわりに

証券不祥事や山一の経営破綻から、以下のような教訓を読みとることができる。第1は会社を統率し経営にあたる者はいかなる環境下であれ倫理的基準や社会的責任についての感性をもつことが絶対の条件であるということである。特に最近の証券市場にみられるグローバル化、ボーダレス化そして、内外同質化の流れのなかで、わが国のみならず世界の市場参加者の信頼を得るためには経営倫理観の確立が不可欠であると思われる。

第2は、企業利益には短期的なものと長期的なものがあるが、短期的利益を追求するだけなら、不正を行うことによって容易に達成することができるということである。しかしながら、現代のような情報化時代にあつては、反社会的行為や不透明な経営は、ただちに喧伝されて、社会の非難と制裁をうけることを覚悟しなければならないのである。21世紀の経営者は、市民の社会的、倫理的な要求が強くなっていることを深く認識する必要がある、利益と倫理とは相反するものではなく、長期的には企業の成長に倫理実践が大きく寄与することを知覚することが肝要である。

注)

- 1) 特定金銭信託の一種で投資家や投資顧問会社に代って証券会社が運用を指示する金融商品である。会計上すでに保有している有価証券の簿価と切り離して売買できることから企業の財テク手段として80年代半ばに急拡大した。
- 2) 取引一任勘定である営業特金を受託する際、一定の運用収益の確保を約束する、いわゆる利回り保証のことをいう。
- 3) 特定金銭信託とは運用方法や運用先を委託者が特定できる金銭信託。株式運用であれば銘柄、株数、値段などを委託者が特定する仕組みとなっている。信託終了時の信託財産は原則として金銭で交付される。会計処理上原価法が採用されていたため簿価分離できるメリットから残高が急増した。その後低価法の導入と株式市場低迷のため残高は急減した。  
ファンドラ・トラストとは金銭信託以外の金銭の信託のこと。特定金銭信託とは異なり運用は信託銀行に一任し、信託終了時には信託財産を現状のまま受領する。
- 4) 株主資本による資金調達のこと。新株発行を伴う資金調達といわれることもある。公募(時価発行増資)・株主割当(額面発行増資、中間発行増資)・第3者割当といった払込みを伴う増資や転換社債、ワラント債の発行などを総称している。
- 5) 『証券統計要覧』(1997年)野村証券、P.102-104(全国上場会社資金調達額)。
- 6) T・レビット(1997)『有能な経営者』熊沢孝訳、ダイヤモンド社 P.122-124。
- 7) 宮坂純一『ビジネス倫理学の展開』晃洋書房、1999年、184頁。
- 8) Carroll,A.,Business and Society,2nd ed.South Western,1993,PP.100-107.(宮坂純一訳文)
- 9) Friedman M.,Capitalism and Freedom,University of Chicago Press,1962,PP.133.
- 10)Friedman M.,“The Social Responsibility of Business”is to Increase Its Profits,New York Times magazine,September 13 1970.
- 11)Levitt,T.,“The Dangers of Social Responsibility,”Harvard Business Review, September -October,1958,PP.41-50.
- 12)T・レビット『有能な経営者』熊沢孝訳、ダイヤモンド社、1997年、122-4頁。
- 13)高巖、T・ドナルドソン『ビジネスエシックス』文真堂、1999年、185頁。
- 14)同上書、284-302頁。
- 15)関経連会員企業631社に質問状を送付し、各企業から5名ずつ回答を得る形で実地されている。有効回答率は25.3%であった。特徴の把握は高・ドナルドソンの分析に依拠している。
- 16) Rappaport,S.,On Wall Street,1991.(藤原英郎訳『アメリカの証券会社』東洋経済新報社、1993年、6-9頁)
- 17)小林和子「証券会社のコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』第19号、1999年5月、98頁。
- 18)日本熱学工業は大証2部上場の空調設備会社であったが粉飾決算を行い、1974年に倒産した。73年12月に山一を主幹事として時価発行増資を行ったが、山一は引受審査において粉飾を見抜けなかった。また会社は増資に際しては、山一を通じて自社株を不正に買い支えていたため、日本熱学の社長らによる株価操作に山一が関与したとの疑念がもたれ、山一に捜査

のメスが入った。証券取引法違反の容疑をうけたが、結局起訴猶予となり、大蔵省から行政処分が下った事件である。

- 19) 名糖産業の株式が山一八王子支店によって株価操作まがいの大量売買の対象となった事件である。同支店によって、1983年頃から、推奨銘柄として手掛けられていたが、84年に1000円大台にのせ、85年1月には8020円の史上最高値をつけた。高値につり上げた仕方は同支店と日興証券の某支店との玉のキャッチボールを利用したものであった。ところが、85年11月には1650円にまで下落し、顧客へ30億円の損失補填をする事件となった。当時、八王子支店は行平(常務・第1営業本部長)の管轄下にあったが、事件が表面化する以前に、法人本部に異動していて無傷であった。
- 20) 1986年8月、三菱重工業は1000億円のCBを発行したが山一も幹事に参加した。このとき、山一が三菱重工業関係の総会屋にCBを配ったとされる事件で大スキャンダルに発展した。結局、政・官・財など各界の圧力に屈して検察がこれを事件として取り上げることは不発に終わった。代わりに、山一内部に激しい人事抗争が生じ、成田(副社長)が自殺するにいたった。また、後に社長に就任した行平(当時、専務取締役法人本部長)が取締役を退任し、山一インターナショナル(ヨーロッパ)会長に就任することによって形式的に事件の責任をとった。
- 21) 第5章山一証券の簿外債務(4-(2)-(a))に内容を記載。

## 第8章 証券会社のコーポレート・ガバナンス

——山一証券を中心として——

### 1. はじめに

本章はわが国証券会社(主として4大証券会社を指す)のコーポレート・ガバナンス問題を考察したものである。各種の論文・書籍においてコーポレート・ガバナンスという用語がどのように定義されているかをみると、2つに大別される。第1に、アメリカ法律協会に代表される考え方で、「株式会社の本来の所有者は株主であるが、企業では必ずしも株主の利害を反映した経営が行われておらず、株主の権利確保のためには、経営者が株主の利益に合致した経営を行わせる力、すなわちコーポレート・ガバナンスが必要である」というものである<sup>1)</sup>。すなわち株主と企業(経営者)の関係の問題として認識する考え方である。

第2は、アメリカのポストとフレデリック等にみられる見解で、経営者の役割を株主の代理人に限定することなく、企業に係わる、株主・従業員・消費者等さまざまな利害関係者間の調整者と位置付けるものである。そして彼らは利害関係者を「組織の決定・政策・運営によって影響をうけたり、それらに影響を与えるすべての集団」と定義している<sup>2)</sup>。すなわちコーポレート・ガバナンスを企業と利害関係者の関係としてとらえる考え方である。

アメリカでは前者(第1)の考え方、すなわち「企業は株主のものであり、コーポレート・ガバナンスとは株主と企業(経営者)の関係である」との認識が強い。1930年代から始まったといわれているアメリカの株主運動の長い歴史からみて、その思考は十分理解し得るところである。

一方、わが国においては、コーポレート・ガバナンスの主体を第2の利害関係者に拡大する見方が有力である。その背景には、第2次大戦中における戦時体制下、国家総動員法(1938年公布・施行)の影響もあって、企業株主の発言権

は低下を余儀なくされるなかで、企業の最大の利害関係者は従業員であるとの考え方が支配的になっていった。その結果株主が企業の法的所有者であるという事実が軽視されることにもなった。この従業員本位の経営は大戦後にも受け継がれて、その考え方は戦後の経済復興期や高度成長期には、わが国にとってむしろ効率的に作用することにつながったのである。

本章においては、コーポレート・ガバナンスとは企業の構成主体(全体)をふくむとの考え方に立ち、株主以外の利害関係者への影響も含め「経営判断の原則」が適用されるとした<sup>3)</sup>。すなわち、多様な利害関係者の利害調整という統治にかかわる判断を企業経営者に付託することを意味する。

本章は、証券会社の利害関係者とコーポレート・ガバナンス問題に論点を絞ることによって、その関係を考察する。1では利害関係者を証券会社のコーポレート・ガバナンスの対象として取り上げた。ただし利害関係者のうちメインバンクと行政(大蔵省)を2と3に分けることによって、それぞれ別節として論述した。

メインバンクについては、従来わが国では、株主などの利害関係者がガバナンス機能を果たすことなく、その代りとしてメインバンクが企業に対するコーポレート・ガバナンスの役割を担ってきたとするのが通説である。ところが、一般企業のあり方と違って証券会社とメインバンクの関係は異質であり、証券会社のコーポレート・ガバナンスにとってメインバンク関係(モニタリング機能や保険・救済機能など)は有効に機能することはなかったと考えられる。2では主として山一証券(以下、山一と略す)とそのメインバンクの歴史的経緯のなかで、両者の関係を検証することによって、上記の推論の確認を試みたものである。

証券会社をガバナンスする主体が株主やメインバンクなどの利害関係者の間に存在してこなかったとすれば、証券会社のガバナンスの担い手は誰であったのかという問題になる。結論としては、証券会社のガバナンスを遂行してきたのは、証券市場の信頼性と健全な発展に責任をもっていた大蔵省であったといえる。3では証券会社と大蔵省のガバナンス構造について考察した。

おわりにでは、大蔵省の統治が終わり、証券会社をガバナンスする主体が存在しなくなった現在、今後の証券会社のコーポレート・ガバナンスはどうあるべきかについて展望した。

## 1. 利害関係者とコーポレート・ガバナンス

### (1) 利害関係者の範囲

利害関係者とは、企業の活動によって影響を受けると同時に、企業の活動に影響を与えうるという相互関係を有した存在であるといえる。一般的には、利害関係者として株主、従業員、銀行（メインバンク）、債権者、顧客、取引先企業、社会、行政などが対象としてあげられる。証券会社の利害関係者も、各利害関係者の内容については一般企業と違いがみられるものの、その範囲に関しては一般企業と同じである。以下において、主要な利害関係者と証券会社のコーポレート・ガバナンスとの関係を考察する。前述したように、利害関係者のなかで「メインバンク」と「行政」は証券会社のコーポレート・ガバナンス問題と特別な係りを有しているため、各々分節して論述することにした。

### (2) 株主のコーポレート・ガバナンス

#### (a) 証券会社の株主構成上の特徴

その1は、上位大株主に名を連ねているのは各種銀行（特にメインバンク）、保険会社（主として生保）であるということ、その2は、表1に見られるように、多数の個人株主が存在していることである。

表1. 大証券会社と大銀行の株主数・資本金・浮動株比率比較

(単位 株主数：名、資本金：100万円、浮動株：%)

証券会社名	株主数	資本金	浮動株	銀行名	株主数	資本金	浮動株
野村	149295	182795	19.8	さくら	96932	1042706	10.2
日興	82523	157466	14.4	富士	55549	1038415	6.8
大和	73962	138424	16.1	第一勧業	53453	857760	8.3

注) 1. 株主数：99年9月末、資本金：99年11月1日現在。

2. 浮動株比率＝発行済株式総数÷1単位以上50単位未満株主が所有している株式数。

〔出所〕東洋経済『会社四季報』2000年第1集より作成。

(b)大株主銀行（上位大株主はメインバンクでもある）と証券会社との関係

一般事業会社とその上位大株主銀行の関係と、証券会社とその上位大株主銀行との関係を比較しての大きな相違は、証券会社はそれぞれの上位大株主銀行（メインバンク）の系列グループの一員として、その傘下に明確な形で組み込まれていないことである。

その理由としては以下のことが指摘できる。①銀行、証券ともに免許制（証券業者は98年12月より登録制に移行）業種であり、ともに大蔵省による監督のもとにあった。②証券会社の業務は主として証券取引の仲介であるため、つなぎ資金が中心であることに加えて、コール資金、顧客預り金、自社剰余金など資金調達ルートが多様であり、銀行からの借入金短期借入が中心で、巨額にのぼることがなかった。③企業の直接金融や新規公開などの幹事問題にからむ相互依存関係、あるいは投資信託、投資顧問の受託問題等両者の業務が相互に関連しあうとともに、レシプロカルな部分も多く証券会社が銀行の融資を通じてガバナンスされるといった一方的な立場になかったことなどが考えられる。

(c)一般株主とコーポレート・ガバナンス

わが国で「コーポレート・ガバナンス」という用語が一般的になったのは、1990年代に入ってからであるが、用語の有無にかかわらず第2次大戦後、殊に65年の証券恐慌以後、90年の株価バブル崩壊に至るまでの25年間にわたって、証券会社の株主には証券会社の経営者を、「利益の最大化とその配分」の問題についてモニタリングし批判するといった意識は皆無に近かった。何故ならば長期にわたる株式市場の好調により、表2に示されているように証券会社の株価は大幅に上昇し、株主ならびに投資家は厩大な値上がり益を享受することができたからである。4大証券の株価は20年余の間に、その配当額や額面割当て

表2. 旧4大証券会社株価の上場高値・安値  
(単位：円、括弧内は西暦年)

	安 値	高 値
野 村	5 5 (1965)	5 9 9 0 (1987)
大 和	3 1 (1965)	3 9 8 0 (1987)
日 興	3 1 (1965)	3 1 5 0 (1987)
山 一	2 0 (1965)	3 1 3 0 (1987)

注) 株価は東京証券取引所  
〔出所〕 東洋経済『会社四季報』  
1997年1集より作成

増資を勘案することなく、120倍にもなっている。

従って、証券会社のコーポレート・ガバナンスが、株主によって問われはじめる端緒になったのは、株主の求める「株主価値の最大化」という資本の論理によるものではなく、1990年代に発覚した「証券不祥事」という証券会社の反社会的行為に対する非難によるものであり、すなわち経営倫理の問題に立脚しているといえることができる。

### (3) 従業員のコーポレート・ガバナンス

#### (a) 証券会社の従業員組合

山一を例にとると、山一に従業員組合が結成されたのは1964年2月である。他の大手3社の組合設立もほぼ時期を同じくしている。ところが、証券会社の組合は経営者主導のもとに結成されたいわゆる御用組合であった。山一の場合、初代以降、歴代の組合委員長がほとんど例外なく取締役役に就任しているのは、この辺りの事情を説明するものである。

#### (b) 証券会社の経営陣と従業員の関係

わが国の証券会社経営には外部からのガバナンスが働かないために、経営者なかでも最高経営責任者にとって絶対優位な権力構造が内部に形成されてきた。そのような環境下にあつて、幹部社員をはじめとして、従業員が昇進するためにはピラミッド型経営組織のなかで、上司に対する追従と迎合を必要としたのである。それが従業員の経営者に対する一方的な従属関係をもたらすことにつながり、従業員のコーポレート・ガバナンスが機能することはなかった。企業に影響力をおよぼすための従業員の手段は、「退出のメカニズム」による以外には存在しなかったのである。

### (4) 債権者のコーポレート・ガバナンス

債権者とは取引銀行、生命保険会社、外国銀行、証券金融会社を指す。これらは主として、短期借入金や信用取引勘定の借入先であるが、4大証券(以下、4社と略す)の負債に占める短期借入金の比率は、年度によって若干違いがあ



るものの、たとえば1998年3月期(山一は97年3月期)の4社平均比率は5%にすぎない<sup>4)</sup>。短期ファイナンスの相手方として、上記の金融機関以外には個人客、信用金庫、農業協同組合などの金融機関や事業会社などがある<sup>5)</sup>。いずれにせよ、証券会社の債務に関しては債権者との関係は大きなものではない。従って債権者のコーポレート・ガバナンスは弱体なものであった。

## (5)顧客のコーポレート・ガバナンス

証券会社の顧客とは法人・個人のブローカレッジ、アンダライティング、セリング業務の対象としての経済主体を指している。また現在の取引顧客以外に将来の見込み客も含まれるものと考えられる。従って証券取引の勧誘行為の相手方となりうる社会人(法人・個人)すべてが顧客になる可能性を有している。その意味では、顧客のコーポレート・ガバナンスとは社会のコーポレート・ガバナンスであるともいえる。

1990年代に生じた「証券不祥事」という証券会社の反社会的行為や非倫理的行動は証券会社の信頼性のみならず証券市場の信頼性をも問われるという、社会のコーポレート・ガバナンスによる制裁をうけた。そのことによって、証券市場と証券会社は大蔵省によるガバナンスの呪縛から脱出することが可能となったとの見方もできる。

## (6)取引先企業のコーポレート・ガバナンス

証券業は情報産業であり、コンピューター設備・機器、事務関連設備、情報データ、電子取引関連設備・機器などの購入やリースの関係者が主たる取引先といえる。これらについては各証券会社のグループ子会社が関与していることが多い。従って取引先企業のガバナンス関係は極めて薄い。

# 2. メインバンクとコーポレート・ガバナンス

## (1)問題の提起と考察の方法

わが国では従来、株主のコーポレート・ガバナンスが機能することなく、そ

の代わりとして、メインバンクがガバナンスの担い手の役割をはたしてきたとの見方が有力である。2では証券会社のコーポレート・ガバナンスにとってメインバンクがどのように機能していたのかという問題を検討する。一般的に言って、メインバンク機能にはモニタリング機能と保険・救済機能があり、なかでも保険・救済機能がモニタリング機能よりも、より重要な役割をはたしているとするのが通説である。2でも主として、上記の両機能に視点を置いて証券会社とメインバンクの関係を考察する。

考察の方法として、山一（1997年11月に破綻）を主役とする舞台に、そのメインバンク達を登場させ、そこにスポットライトを浴びせることによって、証券会社とメインバンクの関係の全体像を浮かび上がらせることにした。その理由として以下のことがあげられる。①山一が過去において、わが国を代表する証券会社であったこと②わが国証券史上の2大エポックである、60年代前半の「証券恐慌」と90年代の「株価バブルの崩壊と証券不祥事」のいずれの時期においても山一がリーディング・パートを演じてきたこと③上記の2つの事象が証券業に与えた影響もさることながら、戦後のわが国経済史においても重要な意味をもっていること④両事象とも金融システムのシステミック・リスクが高まり、その沈静化のために日本銀行法第25条が発動され日銀特融が行われたことなどである。

尚その上で、証券恐慌期とバブル崩壊期の中間に位置する25年間は証券業にとって激動の期間であり、なかでも80年代に入って証券会社の業容が急速に拡大するとともに、わが国企業は直接金融の時代を迎えることになり、銀行と証券会社との関係が質的变化をきたした節目の期間であったことも視野に入れておく必要がある。

上述の事情を踏まえるとき、「証券恐慌」と「バブルの崩壊そしてその結果として生じた山一の破綻」という2つの大事件の過程における山一とそのメインバンクとの関係を考察することが、証券会社に対するメインバンクのコーポレート・ガバナンスのあり方を、よりわかりやすくかつ具体的に理解する方法であるものと考えられる。

ここで話を進めるに先立ち、過去にさかのぼって山一とメインバンクの関係を述べておきたい。第2次大戦以前から山一と三菱銀行は親密な関係であったが、とくに太田（社長）時代（1935～38）に一層関係を深めた。1937年から38年にかけての、山一による鐘紡株買占め事件では、そのための融資については三菱銀行が主力銀行の役割をはたし、また市場で買付けた株式の関係先へのはめ込みも三菱銀行の協力によって行われたのである。

ところが戦後、大神（社長）時代（1954～64）の1961年に、メインバンクが三菱銀行から富士銀行に交代した。その後、表面上両行は「並行メイン」と称されたが、三菱銀行の山一離れが徐々に進み、三菱銀行は以後、日興証券のメインバンクとなった。当時、大神は富士銀行の岩佐（頭取）と人的関係が深く、富士銀行からの強い要請を受けてメインバンクを代えたといわれている。

## （2）証券恐慌期（1963～65）の山一とメインバンク

### （a）メインバンクとの関係と経緯

山一とメインバンクとの関係が鮮明な形で社会に表出したのは、1962年に富士・三菱・興銀の主力3行から役付取締役を迎え入れた時である<sup>6)</sup>。この人事は61年末頃から山一の経営が悪化しはじめ、資金繰りの逼迫がみられだしたため、安定的な資金パイプを確保する必要に迫られて行われたものであった。

1964年8月、大蔵省証券局の新設（64年6月）後の初の定期検査に、経営悪化が指摘されていた山一が選ばれた。その結果をうけて10月に行われた検査講評はきわめて厳しいものとなり、大蔵省は経営陣の刷新を山一に対して強く要請した。社長の交代を命じることによって山一という一つの民間会社の経営に直接関与したのが株主でもメインバンクでもなく、行政であったことは企業統治の観点上重要な問題を含んでいる。

1964年9月、大蔵省の指示を受けてただちに、当時の小池（会長）は畏友でもあった小林中（当時、日本開発銀行総裁）に大神の後任社長人事について相談している。直接山一からではなく小林からの間接的要請をうけてメインバンク3行は選考協議に入り、その結果64年11月に、日高輝（一元一興銀常務、当

時の日産化学工業社長）が新しい社長に就任することになった。就任後いち早く、64年12月に、日高は山一主導のもとに経営改善を進める意図をもって、経営改善策の検討と立案を目的とする常設機関としての「健全化委員会」を新しく設けた。

健全化委員会による経営合理化のための問題点は経営全般（店舗閉鎖、人員整理、不動産処分など25項目）におよんだが、その「経営改善計画案」は山一自身の手によって自主的に作成が進められ、その案を大蔵省がチェックするという間接的指導が行われた。この間、山一が主力3行に対して計画の内容や進行状況について、理解を得ながら案の作成を進めたという形跡は見られない。このようにして「総合再建案」の完成をみ、1965年2月の常務会で正式に決定された。

一方、独自に調査を進めていた富士銀行が、山一の悪化している経営状況を比較的正確に把握し得たのは、1964年12月下旬であったといわれている（草野〈89〉）。それを踏まえて、主力3行は事務方レベルで山一の収支計画の検討をようやく開始した。先述したように64年10月には大蔵省による検査講評が行われている。以上の事情を勘案すると、当時、メインバンクのモニタリングが十分機能していたとはいえない。

山一の1965年3月末における銀行団からの借入金は289億円であったが、主力3行に対して、4月以降の借入れ金利の減免支援を依頼した。主力3行は他の関係15行と共に協議を行ったが、結局最終合意に至らなかった。その主たる理由は、準メインの地位に甘んじていた三菱銀行をはじめとする他の協調銀行による、富士銀行の山一に対するモニタリング機能不全の責任を問う間接的抗議であったものと解釈できる。65年5月に入って、未解決のままの金利減免問題の早急な解決を図るために大蔵省、日本銀行、融資団の3者による会合がもたれ、大蔵省の強い協力要請によって山一に対する金利減免措置の実施が決定された。この事実は、メインバンクによる救済機能が働くのは、当局からメインバンクが救済を示唆された場合であることを示している<sup>7)</sup>。

1965年5月21日の西日本新聞で、山一の経営難が大きく報じられたのを機に、

いわゆる「取付け」の発生がみられた。そのため5月29日の日銀臨時政策委員会で山一に対する日銀特融が決定された。特融後における山一の最重要課題は再建がどのような形で実施されるかということであり、最も危惧された形は他の証券会社との合併の強制で、その結果として山一の連続性が失われることであった。その回避策として山一社内に浮上してきた案が、「新旧会社分離」による再建計画である<sup>8)</sup>。

この「新旧分離」による再建措置は1966年2月に大蔵省構想として発表されたが、この方式は元来山一が具体案を練り、それを叩き台として大蔵省や日本銀行の了解を得たものである。そしてその後、当局との合意を踏まえた上、富士銀行との間で共同作業を行って最終決定をみたものであり、その意味においては、新旧分離再建案はメインバンクの主導で決定されたものではない。

結果的には「いざなぎ景気」による株価の急上昇に恵まれて、日銀特融は4年3ヶ月という短期間で終了し、1969年9月に完済された。これをもって、山一は大蔵省による業務監視から脱することになり、その後、形の上では3行が併行メインバンクと称せられたが、実質的には富士銀行が単独のメインバンクの地歩を固めていった。この複雑な銀行関係のしこりは、その後も内在されたまま続き、山一は三菱銀行と日本興業銀行との距離が遠退くなかで、ますます富士銀行に接近せざるをえなくなった。

#### (b) メインバンクによるガバナンスの無機能性

以上「証券恐慌期」における山一とメインバンクの関係を概観してきたが、結論的に言えば、モニタリング機能ならびに保険・救済機能という銀行の役割を果たすことなく終わったといえる。そもそもメインバンクは証券会社のモニタリングなどしていなかったし、特に山一のように半ば意図的に複数メインバンク制をとることによって、外部に漏らしたくない内実の隠蔽を謀れば、メインバンクのガバナンス機能の発揮は困難なものになる。山一の主力3行は1962年に、各行が役付取締役の派遣という形で山一に経営参加を果たした。それによって、経営の悪化が懸念されだした山一のモニタリングを行う目的であったが、山一内部に銀行出身の取締役に協力する意志がなかったため、内部の力関係で

銀行の派遣目的は達成されることなく終った。

以下に何故、山一に対してメインバンクの役割が機能しなかったのか、その原因を箇条的に探ることにする。

①61年に山一のメインバンクが三菱銀行から富士銀行に入れ代わったが、その後の日本興業銀行を含めての主力3行の関係を微妙なものにしたことが、銀行間の山一に対する協調態勢にマイナスの影響をおよぼした。

②山一は表面的には3行間のバランス関係に留意し、中途半端な対銀行政策をとった。すなわち単独の銀行による影響力の強大化を避けて、経営再建にあたっては、できるだけ自主路線を維持する方向を目指した。そのことがかえって、各主力銀行の不信を招いたものと推察される。

③山一は各銀行から派遣されてきていた役付取締役に対して、山一の上から下にいたるまで、協力するどころか敵対視し続けた。銀行からきた役員達には山一が伏魔殿と感じられたものと想像される。そのような環境のなかでは、山一の全体像を短期間に把握することは困難であったと思われる。

山一は経営危機下にあっても、基本的経営方針は「4社としての地位を確保し続ける」ことであった。そのために再建計画の策定にあたっては、将来にそなえて店舗の削減と従業員の解雇は極力回避することを優先した。この間、健全化委員会の合理化案や特融後の再建計画策定に関して、メインバンクによる積極的な関与はみられなかった。メインバンクは山一の経営再建に関しての具体的な定見がないまま、山一と大蔵省に問題を委ねることになったといえる。その後65年7月を底に、株式市場が大幅な上昇過程に入り、短期間のうちに特融の返済をみたため、メインバンクによるガバナンス（当初から機能不全ではあったが）がないまま、なしくずし的に山一の経営戦略は当局によって容認される結果になった。

### （3）バブル崩壊期（1990～97）の山一とメインバンク

#### （a）山一とメインバンクとしての富士銀行の関係

山一再建を果たした日高が、山一生え抜きの植谷に社長の座を譲ったのは

1972年5月であったが、植谷は就任後早速銀行による管理からの脱出をはかった。その結果富士銀行、三菱銀行、日本興業銀行から派遣されてきていた役員は日高を除き一掃されることになった。植谷以降、銀行との距離を上げようとする山一の動きは各主力銀行の反感を買うことになり、97年の山一危機に際しても、銀行が山一に対して冷たい態度に終始する原因にもつながった。

もっとも、証券会社の「負債」に占める対銀行依存度は極めて低く、銀行離れが生じても資金的には痛痒を感じることはありえなかったという事情がある。たとえば、1994年3月末の野村証券を除く3社平均の数字をみると、流動負債は2兆5000億円であるがその内短期借入金（主として金融機関借入金）は2500億円で、流動負債の10%、総負債の9%にすぎない。固定負債2500億円のうち長期借入金は皆無に近い。また短期借入金に占めるメインバンクからの借入比率はおおよそ30%で決して高いものではない。

山一は1997年11月に破綻したが、その原因はいわゆる、「トバシ」行為の継続の結果生じた2700億円にのぼる簿外債務とその違法な処理にあったことは明らかである<sup>9)</sup>。株価バブルの発生から山一の破綻にいたるまでの経過については「第3章・4大証券会社の経営比較(Ⅱ)」ならびに「第5章・山一証券の簿外債務」のなかで詳しく論述したところであり、本章では省略する。いずれにしても1992年6月、三木が社長に就任し、行平が会長になった頃には山一の全含み損は6000億円に達していた。また長期にわたる不況のもととはいえ、山一は92年3月期から97年3月期迄の6期間の間に4回の赤字決算を余儀なくされている。一方、95年に入ってから、山一の「トバシ」と簿外債務の問題が世間でも噂になりはじめていた。

一般的にいて、証券会社はある特定の銀行（メインバンク）と特別に密接な関係にあるということを表面に出すことを好まない。その理由は、すべての銀行が日常の商取引（証券の売買など）における顧客であることや各銀行の系列グループを超えて、多くの企業と幹事証券会社の関係にあることなどのためにビジネス上銀行に対して、等距離外交を保つ必要があることによる。

また、質的には全く異なるが、証券会社と銀行は不特定多数の顧客を扱うと

ともに各種のマーケットを対象とする業種であり、共に広い意味における金融機関である。そのことは競争と対立関係を生むと同時に相互に協調も必要とするのである。今ひとつ重要なことは証券会社は一般企業と違って資金調達手段が多様であり「格付ランク」が一定の水準（ムーディーズ社の格付けでいえば長期債でBa1）以下に落ち込まない限り、銀行依存度は高いものではない。一方、銀行からみれば、貸出しという側面からの対証券会社業務は、さほど魅力的なものではなかったといえる。

以上の見解に立つと、銀行の証券会社に対するモニタリング機能の発揮には限界があり、一方証券会社にとっては銀行のモニタリング機能を必要とせず、いざという場合の保険・救済機能のみを重要としたのである。

富士銀行は1997年3月末現在で、山一の株を4381万株（総発行株式数の3.6%）保有する筆頭株主であり、山一グループ全体で800億円という各行比較最高の融資残高を持っているという意味では、まぎれもないメインバンクであった。

2000年3月に、富士銀行の元最高経営陣の一人と面接する機会を持った。彼は90年代における金融・証券界の激動の時期に富士銀行の経営の陣頭に立ち、しかも、かつてメインバンクの経営者として山一とも深い係りをもっていたことがある。以下では彼が語った、90年代の山一の迷走から破綻にいたる過程における、メインバンク（富士銀行）の視点からみた証券会社（山一）の経営に対する当時の認識のあり方を簡条的に要約してみた。

①山一が富士銀行を本当にメインバンクとして認識していたかどうかという点に関して富士銀行は疑問をもっていた。東京三菱銀行や日本興業銀行と並ぶ、いわゆる「併行メイン」として富士銀行を捕えていたように思われる。

②1992年頃からマスメディアや金融界などから、山一の「トバシ」や含み損の疑惑に関する情報が銀行に数多くもたらされたので、幾度となく山一にその真偽を問いただしたが、「事実無根で全く問題は生じていない」との返答だけであり、結局それが不信感を増幅させる結果につながった。

③1996年末に山一から300億円の劣後ローンの要求をうけた。そのため各種



資料の提出を依頼したが、財務内容の実体が不透明であり、劣後ローンの提供を断念した。

④1990年代に入ってから、山一は92年(当期損失532億円)、93年(同446億円)、95年(同506億円)、97年(同1647億円)と相次いで巨額の損失を計上し続けたため、その度ごとに富士銀行は山一に詳細なる説明を要求したが、真実の隠蔽が感じとられ、山一に対する信頼が揺らいでいった。

⑤山一は破綻直前の1997年10月6日に、富士銀行に対し全面的救済を依頼し、800億円の劣後ローンの提供を要求してきた。早速その問題を検討するために、再建策の作成を山一に依頼した結果、10月13日に山一の素案が提出されたが、それは検討に耐えられる内容のものではなく、急遽、山一に全関連資料を富士銀行本店に段ボール箱で運ばせて、再建策の再検討に入ったが真相の究明に時間を要し短期間に結論を下せなかった。

⑥1991年から、銀行の不良債権の急増、金融不安の拡大にともなって、富士銀行自身もグループ企業内に多額の不良債権問題を抱えて、山一を救済するだけの余裕や体力がなくなっていた。

以上のような内容のものであるが、それらの事情は一応理解できるとしても、全体の背後に感じられるメインバンクのイメージは、大蔵省の護送船団方式による銀行の不倒と株式持合いなどを背景とした資産価格の永久的上昇という、2つの神話によって支えられてきたというものである。しかし神話が崩れさるにつれて、メインバンクのコーポレート・ガバナンスどころか、銀行自体が国民の税金によって、救済されるという事態が生じていたことも考慮されなければならない。

#### (b)破綻直前の山一と富士銀行との関係

1997年8月、行平(会長)、三木(社長)が総会屋への利益供与事件の責任をとって辞任し、後継社長に野沢正平が就任した。就任後に初めて、簿外損失の存在を知らされた野沢は動転し、短絡的に考えた解決策はメインバンクである富士銀行に簿外債務などに関する真実を告げ、支援を要請することであった。これをうけた山一の行動が、先述したところの97年10月6日の富士銀行に対する

全面的救済の依頼であり、再建策の素案の柱は富士銀行による800億円の劣後ローンの提供であった。富士銀行は早速「山一プロジェクトチーム」を発足させ、山一と共同で財務状態などを中心とした調査作業を開始した。しかし富士銀行から、支援要請に対する最終回答がでないまま、日時がいたずらに経過していった。この遅れは、山一が提出した再建策がずさんなもので、十分な内容のあるものでなかったために生じたとの見方もあるが、一方ではバブル期における銀行の不動産担保に傾斜した貸出行動による審査能力の低下を指摘する声もある。

この間、山一の資金繰りは急速に悪化していった。証券会社の生命を握るのは日々の資金繰りであり、その主要な部分是有価証券の売買に伴うもので、在庫として短期的に保有する有価証券のファイナンスのための資金と取引所と証券会社との資金決済が株券受け渡しよりも1日遅れるためのつなぎとして、決済資金を銀行が1日立て替えるという取引によって生じる資金需要である。従って資金繰りの問題はすぐれて資金の出と入りのミスマッチを指すということができる。

一方、1997年11月6日にはアメリカの格付け機関のムーディーズ・インベスターズ・サービスが山一の債券を格下げの方向でクレジット・ウォッチすると発表した。すでに10月中旬から下げはじめていた山一の株価は、これを機に大幅に低下していった。すなわち、マーケットの信認が急速に失われることになったのである。

富士銀行が山一に対して支援の条件を提示したのは1997年11月11日で、山一が初めて簿外損失を報告してから、すでに1ヶ月以上経過していた。そしてその条件は3項目からなるものであり、①富士銀行の劣後ローン支援は、他行が同調して800億円に仕上がるのが前提となる、②その場合、富士銀行の上限は250億円である、③山一グループ全体で既存貸出しの無担保部分の担保を早急に差し出すこと、というものであった。山一にとってはゼロ回答であるのに等しい内容であったといえる。担保を確保した上での融資ならば、金融機関としての一般的融資と何ら変わるものではなく、メインバンクとしての意義はどこに

あるのかを、山一としては問い質したいところであったものと思われる。

そもそも、根拠がなかったともいえる富士銀行への信頼を裏切られた山一社長の野澤が、最初にして最後に、富士銀行の山本頭取に面会できたのは山一が自主廃業を決定した10日前の1997年11月14日であった。その会談内容を要約すると、「山一のメインバンクとはいえ、富士銀行の株主に対する責任もあり、富士銀行が損失をこうむる事態は避けなければならない。従って富士銀行の山一に対する協力は全面的協力ではなく限界ある協力と理解してもらいたい。つまり担保に見合った範囲で力になりたい」というものであった。

富士銀行が最終回答を山一に提示するまでに1ヶ月以上要したということを経済的に解釈すれば、メインバンクの持つ重要な義務ともいえる保険・救済機能を働かすために、山一の再建のあり方を多面的に検討していた結果だということもできる。そして結果として、この機能を提供するにあたって、担保によって銀行の審査能力をカバーする方策をとらざるを得なかったのである。

その上で、富士銀行が山一を見限った理由として富士銀行自体に当時山一を救出する力が残っていなかったことがあげられる。短期金融市場では外国銀行による富士銀行に対する信用供与枠の縮小などもあって、富士銀行自身の資金繰りも決して楽なものではなかった。また芙蓉グループのなかに、安田信託銀行や飛島建設に代表される経営不安会社をいくつか抱え、山一に係る余裕はすでに失われていたともいえる。富士銀行の株価をみると、1997年6月には1860円の高値にあったがものが、翌98年10月に252円の安値まで下落している。富士銀行そのものが、まさにマーケットの信頼を問われている時期でもあったのである。

#### (c)メインバンクの限界

通常、メインバンクは企業を総括的にモニタリングする役割をも担っているが、企業が平常な局面ではモニタリングすることなく、危機に際しての救済的ガバナンスが一般的である。しかし、その場合でも、メインバンクが危機管理を支援するのは、当該企業に存続の可能性がある場合のみであるというのが通説である。

富士銀行は1990年代半ば頃には、山一に相当額の簿外債務があることをすでに、その情報網を通じて知り得ていたものと推測される。問題は債務の額ではなく、簿外債務にまつわる行為が違法な処理（商法および証券取引法違反）によって行われていたところにある。違法な財務処理の存在は、山一のディスクロージャーが機能不全に陥ることであり、そのことは外資提携などの救済策の実現をみることで事実上不可能であることを意味する。さらに、山一の会社更生法適用の可能性についてであるが、国際的に広く業務展開している山一のような企業は、海外に多くの顧客資産を抱えていて、わが国に国際倒産の統一ルールが未整備な現在、国内法を前提とした倒産処理手続きでは海外での混乱が予想されるため、会社更生法による山一の再建は不可能であったともいえる。

上述したような理由から、富士銀行は山一の存続の可能性がないと判断した結果、銀行の山一に対する介入を停止するという銀行としての常道を選択したのだとの見方もできる。

1960年代の証券恐慌以降、97年の山一の破綻に至る間における山一と富士銀行の関係を総括すると、富士銀行はメインバンクという名のもとに①当時においては、まだ名門企業であった山一という取引先の確保、②山一のメインバンクであることによる外部に対する宣伝効果、③メインバンクとして享受できる業務上のメリット（預金・貸出し業務、為替の決済などによる手数料、山一の主幹事企業との関係強化など）等を通じて利益を得ることができた。

一方、山一としても、富士銀行による保険・救済機能への期待よりもむしろ、現実的メリット（銀行グループ企業の資金調達あるいは新規公開時における主幹事の地位の維持や獲得、また証券取引を通じてのブローカレッジ手数料収入など）からの利得が最大の目的であり、その点に関しては、富士銀行の山一に対する貢献が大きかったことは事実である。コーポレート・ガバナンスの視点に立って、山一と富士銀行の関係を捕えるとき、富士銀行はモニタリング機能を通じて、山一の健全な経営を促進させるという役割を果たしたとはいえなかったし、保険・救済機能においても、担保によるリスクの回避を前提としたものであったといえることができる。

今後、資産価格の急速な上昇は期待できず、一方、ビッグバンの進展のなかにあつて、銀行も民間企業である以上、銀行間競争のなかで埋没しないように、厳しく自分自身の利益を追求していかざるを得ない。そうした環境下では、証券会社のみならず、企業一般に対してのコーポレート・ガバナンス機能は、メインバンクにとっては2次的な目的にならざるを得ない。

### 3. 大蔵省によるコーポレート・ガバナンス

#### (1) 上題「大蔵省によるコーポレート・ガバナンス」の含意

大蔵省が証券会社(3では山一を中心として取り上げている)のコーポレート・ガバナンスの主体であつたと結論(3-(2)(c))付けた。従つて、必然的にここで利害関係者の概念を確認しておく必要がある。

フリーマン(Freeman, R.E.)はその著“Strategic Management, 1984”のなかで利害関係者について「広義には、組織体の目標達成に影響を及ぼすことができるか、もしくはそれによって影響を被るかする、集団または個人である」とし、具体的には、従業員、株主、顧客の他に、公共の利益を求める集団、政府機関、業界団体、競争企業、労働組合を挙げている。狭義の利害関係者として「組織がその存続を依存している、集団または個人である」とし、具体的には、株主、従業員、顧客、特定業者、重要な政府機関、特定の金融機関などを列挙している。

ポストとフレデック(Frederick, W., Post, J., E.)は、著作“Business and Society, 1992”において利害関係者を「第一義的利害関係者」(primary stakeholder)と「第二義的利害関係者」(secondary stakeholder)に分類している。キャロル(Carroll, A.B.)も著書“Business and Society, 1992”で利害関係者の分類の一つとして、「第一義的利害関係者」と「第二義的利害関係者」という分類を行っている。

ポストとフレデックは「第一義的利害関係者」を企業の第一義的目標である、財・サービスを社会に供給することを実行するにあたって、企業に影響を与えることが出来る集団であると規定している。その上で、具体的には、株主、債

権者、従業員、原材料供給者、顧客、競争企業を指している。それに対して、「第二義的利害関係者」とは、他の集団が組織の活動に関する利害や関心を表明したときに生じる相互作用から起こるものであるという。「第二義的利害関係者」とは企業との間に公式の、あるいは職務上の契約関係を有していないものすべてで、行政機関、地域社会、消費者運動団体、環境保護団体、マスメディアなどであるとしている。

キャロルによれば、利害関係者とは、企業の活動、決定、政策、実践によって影響を受けるが、一方では企業の活動、決定、政策、実践に影響を与える存在でもあると述べている。従って大蔵省を「第二義的利害関係者」として、企業（証券会社）の活動、決定、政策、実践に公共的立場から大きな影響を与えてきた組織と考えることができる。

上述したように、大蔵省は公的使命をもった利害関係者の立場にあつて、証券会社のガバナンスに深く関わり続けてきたなかで、わが国の社会および証券界の特殊な事情も手伝って、極めて強い効果を証券会社へもたらすことになった。しかし、ここで問題なのは、証券会社のガバナンスを大蔵省が公共目的で行うのは当然であり、私的利益のためのガバナンスは許されないところであるにもかかわらず、私的利益の追求を業の一部であるかのごとく行ってきたところにある。以下にそのように考えられる理由を述べる。

①わが国の各省庁(大蔵省のみならず)は業種別に縦割りになっていて、各々独立した組織である(たとえば職員の採用も昇進も各省庁の官房が独自にとりしきっている)。そしてすべての業界について所管官庁が決まっており、業界単位の規制が行われてきた。そのため組織(たとえば大蔵省)の利害を第1に考える傾向があり、まさに「国益よりも省益」を優先する組織であり、その意味で私的利益目的のガバナンスであったとの見方もできる。

②具体例を示すと、いわゆる天下り人事がある。大蔵省が手にしていた多くの規制権限や許認可権を手放さなかったのは、官僚の退職後の天下り人事を容易にすることを狙ったものである。また天下り先を増やすために、業界から資金を拠出させ各種財団を設立するなどの方策を採用していた。最近にいたる

まで、大蔵省の高級官僚が東京・大阪証券取引所理事長に就任することが証券業界の慣例になっていたのはまさに天下り人事の象徴であり、その他にも多くの官僚が証券関連諸団体に天下りしていたのは世間周知の事実である。

③わが国では、官僚が法案を作成し、それに対して議会在が修正を行うことはあまり見受けられない。したがって、官僚が法の設計を行うことは、規制官庁の裁量権が大きくなる法律をつくることになりがちである。その裁量権を用いて証券業界をコントロールするなかで、官僚のかずかずの腐敗をよんできた。1990年代後半に次々に明るみに出たところの官僚達の接待汚職(ゴルフ、飲食、海外旅行、売春接待など)や贈収賄は倫理も節度も失った事件であり、饗応を受けた人数の多さからみて、大蔵省ぐるみの一種の犯罪であったといえないこともない。

上述してきた②と③の事例からだけでも、大蔵省が公的目的のみならず、私的目的によって証券会社(証券会社のみならず銀行も含めて)をガバナンスしてきたことは明らかである。

## (2) 証券市場と証券行政

### (a) 大戦後から証券恐慌直後の証券取引法改正までの時期(1945～66)

1950年代から60年初頭における、経済復興期から高度成長期にかけての株式市場の持続的好調は予測しがたいものであり、証券市場の急膨張の流れに対応しうだけの証券行政は存在していなかった。従って事後に、行政が市場を追いかけて規制をつくるといった具合の完全に「後追い型行政」であった。

株式市場は制度上の矛盾をはらんだまま上昇を続けたが、1961年7月18日の日経平均(1829円)をピークにして、その後4年間にわたる下落過程に入り、その結果65年の証券恐慌を迎えるにいたった。長期にわたる株式市場の不振は、60年代前半における証券会社経営の問題点を露呈することになった。当時、わが国では経済成長最優先政策がとられ、長期金利が低水準に抑制されていた。人為的低金利政策は資金配分システムを歪め、その結果、株式発行市場においても急激な需要の増減を生じ、これが流通市場にも影響を及ぼすことになり、

株価の下落基調のなかで、極端な乱高下がみられた。このような悪環境下にあっても、証券会社は長期安定雇用という日本型経営システムを維持するため、継続的に事業規模を拡大する経営戦略をとらざるをえず、経費の削減を困難なものにしていた。

一方、証券会社は割引債を中心とした運用預かり制度を利用して多額の資金調達を行うことによって、新規上場会社の主幹事獲得のために未公開株式を大量に取得したり、また売買益を狙ってディーリングのための巨額の株式を手持ちするなどしていた。こうした経営戦略は株価の下落によって証券会社に大きなダメージをあたえることになった。なかでも、山一の傷は深く、ついに1965年5月29日、日銀法25条の発動による日銀特別融資の決定をみた。

1964年6月、大蔵省に証券局が新設された。かねて証券行政の抜本的改革の必要性を考えていた大蔵省は早速、証券取引法の改正に取り組みはじめ、66年5月になって、改正証券取引法が公布された。法改正の主眼は、証券業の開業について、登録制から免許制への移行という証券業者制度の変更にあった。その上で、証券業者に対する大蔵省の基本的な規制理念を現わすものとしては、①免許証券会社数が62年度の601社に対し、免許制発足時の68年4月現在では、277社と大幅に絞り込まれたこと、②社数の限定された証券会社に対して、免許制による事前的、予防的取締り行政を徹底するとともに、中・長期的な視点での経営の安定化を指導したこと、③免許を付与するにあたって、これまでの証券会社の主たる業務であったディーリングを従とし、ブローカレッジ業務を主とすることを必須要件としたこと、④免許は、当初4業務（ブローカレッジ・ディーリング・アンダライティング・セリング）を別制にして、併営を禁ずる意向であったが、個別業務下での独立採算が危惧されたため、同一証券会社が併せて取得できる総合証券会社制も選択できる規則になったこと。これによって、4社の経営は4業務を相互に連係させ、補完しあうことによって、効率的に収益を極大化させる経営に専念できることになった。⑤証券会社の経営に各種の準備金制度を導入したこと、などがあげられる。

上述してきたように、大蔵省（証券局）の監督権限は強化され、市場の拡大



に対応する「後追い型」行政から「大蔵省主導型」行政に転換を遂げた。免許制とは、免許付与後は証券会社の経営に対する責任が行政当局にあることを意味し、そして証券会社の破綻を回避する義務を当局が負うことになり、それは護送船団方式行政の幕開けでもあった。時を同じくして、証券会社経営の要ともいべき証券取引所の理事長に歴代大蔵省OBを据える慣習を定着させることによって、大蔵行政がより一層強固なものとなった。

#### (b) 証券恐慌後からバブルの発生・崩壊までの時期(1966～91)

1960年代半ばからの高度成長期(後期)以降における証券会社の行動原理は、証券会社のガバナンスの荷い手ともいえる大蔵省証券局に密着しながら、収益の極大化と規模の最大化をはかることにあった。そして、その後の市場環境に恵まれたことによって、証券会社の業容は順調に拡大し続けた。一方、大蔵省による証券行政の目標の第1は、免許制下における証券会社経営の安定であり、第2には、経営の安定を基盤に置いて、証券恐慌にいたる過程で露呈した証券会社の問題点を解決することであった。

まず第1の証券会社経営の安定化については、ディーリング業務を抑制することによって、リスクを回避するための事前的規制の強化をはかると同時に、証券会社の確実な利益の確保のために、株式委託手数料の固定制を堅持するとともに、1977年になって、株式委託手数料を従来の売買株数基準から売買額基準に改定した。つまり株価が上昇すればそれに比例して証券会社の手数料が増える仕組みにしたのである。

一方、固定株式委託手数料制と多様化を許さない独占的証券市場の存在を許容した証券行政は、投資家の収益機会や価格競争機会、市場選択機会の喪失を意味したが、長期にわたる右肩上りの上昇相場のなかにあって投資家の不満は顕在化することはなかった。

第2の目標である証券会社経営の問題点の解決についてであるが、その実現に向けて、証券局は多くの規制を設けた。規制項目の主要なものは、業務範囲の制限(上述した4業務に関する免許の付与・取消しなど)、店舗行政(支店等の新設に対する許認可)、経営指標のガイドライン(負債比率・負債倍率・自

己資本規制・内部留保ルール等) などである。これらの規制は証券会社の経営を保護すると同時に、証券会社に対する有効なペナルティーにもなりうる武器である。これらの手段を駆使しての行政のあり方は官・業癒着の温床ともなった。

証券恐慌後の官民関係(大蔵省と証券会社)の最大の特徴は行政指導の多用である。行政指導は明確な法的根拠をもたないといわれている。強いていえば大蔵省設置法および行政手続法に依拠するものであろうが、きわめて具体性に乏しいといえる。その結果、証券行政の運用は担当部署の裁量に委ねられることが多くなった<sup>10)</sup>。

1980年代に入って、外圧による開国化が進展し、多くの外資系証券会社や資産運用会社による、わが国への進出が実現されることになった。それに伴って、先端金融工学テクノロジーなどを駆使した金融商品や金融サービス、電子通信技術などがわが国のマーケットに参入するにいたり、金融鎖国のなかにあつて、画一的に行政によって保護されてきたわが国証券会社も質的変革を迫られるに至った。その結果、規制行政に代わって、80年代以降の証券行政の中心になったのは、証券局の窓口に証券会社によって次々にもたらされる新金融商品・サービスの許認可に関する業務である。こういった新分野は明確な許認可基準がなくより一層、行政の裁量性を高める結果につながったのである。

#### (c) バブルの崩壊後から山一の破綻にいたる迄の時期(1992～97)

大戦後一貫して、証券会社のコーポレート・ガバナンスの担い手としての「利害関係者」は存在せず、その役割を果たしてきたのは大蔵省であつたという見方もできる。戦後の1945年9月から52年夏頃までは連合国軍最高司令部(GHQ)に、その後は大蔵省理財局と証券取引審議会に証券会社のガバナンスは委ねられてきた。しかしこの間の政府によるガバナンスは裁量型行政とはいえ、比較的ゆるやかなものであつた。従って、コーポレート・ガバナンスにおける経営者優位の時代であつたといえることができる。

ところが1964年に大蔵省に証券局が新設され、業者制度が免許制に移行した後は、証券会社に対するコーポレート・ガバナンス的役割は完全に大蔵省によ

って機能されることになった。換言すれば、大蔵省に伺候し、癒着することによってのみ、証券会社はコーポレート・ガバナンスにおける経営者絶対優位の体制を維持することができたのである。その後、大蔵省による指導型・裁量型行政の弊害が、90年代(初頭)の株価バブルの崩壊を機に、証券不祥事、大蔵官僚の接待汚職、山一の破綻といった具体的な形となって表出することになった。

証券会社の大蔵行政からの離脱の動きが鮮明になったのは1992年後半に入ってからである。その契機となったのは、91年6月の野村証券の株主総会であった。議長であった田淵(義久)社長(91年6月退任)が損失補填をめぐる質疑応答における「税務申告上の自己否認」の問題で、「この件は大蔵省の承認を得ている」と発言し物議をかもした。大蔵省は、この発言は野村証券の責任を当局に転嫁するものであるとして厳しく対立するところとなり、これを境にして大蔵省と証券会社間の溝が深まっていったのである<sup>11)</sup>。

しかしながら、本質的には、証券会社が大蔵省の護送船団方式を中心とする証券行政からの決別を要求したものは、わが国証券市場をめぐる環境の変化であったと考えられる。一口でいえば、証券市場のボーダレス化、グローバル化そして内外一体化の流れの加速である。証券会社が市場参加者や通信・情報処理技術といった社会的変化、あるいは手数料自由化のような制度面の変化、証券市場の多様化にみられる市場構造の変化等に対して迅速かつ戦略的に対応するためには、旧来の証券行政の変革を必要としたということである。一方、1996年末から、「わが国の金融システムの改革」(いわゆるビッグバン)の検討がはじまり、金融・証券システムは歴史的な変容を迎えようとしていたという事情がある。そのような環境下、大蔵省が過去に日銀特融という傷を負っている山一の再建をまとめる自信を喪失していたことは十分想像されるところである。つまり、90年代に入って、大蔵行政への批判が次第に高まることになり、それにつれて大蔵省の証券会社に対するガバナンス力は急速に失われることになったということである。

おわりに

## (1)コーポレート・ガバナンスの再構築

証券会社のガバナンス主体として、株主などの利害関係者が影響を及ぼすことなく「大蔵省」が長期にわたってその役割を担ってきた。その間、いうまでもなく証券行政は公共目的のため行われてきたが、大蔵省の権限が証券界の迎合もあって肥大化するとともに、天下りや腐敗にまで効果が及ぶ、私的目的による部分が增大していったことは否定できない。バブル崩壊後の証券市場をめぐる環境の変化のなかで、これまでの行政によるガバナンスの力が急速に失われる結果になった事情についても述べてきたところである。

そうしたなかで、今後、証券会社のコーポレート・ガバナンスをどのように再構築して行くべきかについて、2つの点を指摘しておきたい。すなわち第1は、行政当局の統治なき今こそ、原点に立ち返って株主の役割を真剣に考えることである。第2には、証券会社経営の内部構造の問題点を再検討することである。以下、上記の2つのポイントについての問題提起を試みることにする。

## (2)株主のコーポレート・ガバナンス

### (a)個人株主

個人株主のコーポレート・ガバナンスを将来、機能させる第一の要件は、適切な情報開示制度の存在である。その場合、比較的簡易な情報に基づいて企業の状態を判断しうることが必要である。目下、情報開示については、企業会計審議会において国際的整合性を視野に入れての検討が進められている。制度面では近年の既改正分も含めて、かなりの改善がみられるところであるがわが国の経営者の情報開示に対する重要性の認識は低く、経営者の情報開示への積極的な姿勢が望まれる。

一方、証券会社自体が自社の対株主政策を積極的に推進することも重要な課題である。証券業が免許制であった時代には大蔵省が各社の配当政策にまで関与していた。しかし1999年10月からの登録制移行により、証券会社の配当政策は会社側の意志が優先されることになった。株主対策としての一例をあげると、この折角の機会を生かして「目標配当性向」を打ち出すことによって業績が好

調時には思い切った高配当を実施し、利益の「分け前」策を通じて、株主意識を高めるなどの経営政策も必要である。

#### (b)機関投資家

わが国の機関投資家は、アメリカの機関投資家と相違して、コーポレート・ガバナンスについて、従来からその役割を果たしてこなかった。近年になって、運用規制に大幅な緩和がみられた結果、現在すでに機関投資家に対して投資家による厳しい選択の時代が始まりだしている。従って今後、機関投資家は投資対象企業に対しコーポレート・ガバナンスを機能させざるをえなくなることが予想される。

### (3)経営内部構造の革新

証券会社は、従来、大蔵省を除いて外部からの経営者に対する監視機能が働くことがなかったため、コーポレート・ガバナンスにおける最高経営者(社長・会長)絶対優位の体制が長期間にわたって確立されてきた。そのような経営者組織を変革しなければならない必要性は色々であるが、大きく2つに分類することができる。

その1は、過去に生じた証券不祥事や顧客の利益を顧みない営業活動といった反社会的・非倫理的事象も、また山一や三洋証券の経営破綻も、帰するところは各証券会社の最高経営者の責任であることは明確であり、そのようなことの再発を防止するために経営者組織の改革が必要であるというものである。

その2は、1999年10月より証券業者制度が免許制から登録制に移行したことによって、大蔵省による護送船団方式行政は消滅したが、それに代わって今後は、証券取引法などの市場法による管理体制が中心になる。それに対応するためには、証券会社の経営において、従来重視されることがなかったコンプライアンス(法規制の遵守)が重要になり、会社内部の自己管理能力が必要となる。証券会社の不祥事や事故の防止は行政当局による監視によるものではなく、社内のコンプライアンス体制の質的水準によってきまることになる。しかしその前提になるのは、最高経営者をはじめとする経営体のコンプライアンス体制へ

のバック・アップとコンプライアンス活動の結果を積極的に活用しうる取締役会の存在である。

上記の問題点を踏まえて、経営の内部構造の質的変革のために早急かつ、より積極的に取り組むべき課題はいくつか数えられるが、①執行役員制の導入②各種分科委員会(subcommittee)の設置③外部取締役の積極的登用④監査役の質的充実などがあげられる。

#### 注)

- 1) アメリカ法律協会(American Law Institute)は1923年、法を整理・簡素化し社会のニーズに、よりよく適合させることと、それにより法律事務を改善させ法律の学問的研究を推進することを目的に設立された。裁判官、弁護士、検察官、法律学者のうち優れた人のみに参加できるとされている。出見世信之『企業統治問題の経営学的研究』文真堂、1997、112頁参照。
- 2) 出見世信之『企業統治問題の経営学的研究』文真堂、1997、7～8頁。
- 3) 1985年、ユノキャル社の訴訟において、デラウェア州の最高裁が示した見解(二神『ビジネス・経営学辞典』197頁)。
- 4) (旧) 4大証券会社の各有価証券報告書記載の平均値。
- 5) 小林和子「証券会社のコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』第19号、1999、97頁。
- 6) 62年5月、興銀の間島(達夫)取締役を山一投信委託の副社長に、同年6月、富士銀行の磯部(明)常務を、同年11月に三菱銀行の中島(俊一)取締役をそれぞれ山一証券の専務取締役に迎え入れた。
- 7) 65年5月21日に大蔵省・日本銀行・協調融資団の3者による金利減免問題の会合がもたれたが、協調融資15行のなかには反発があり、また一方では三菱銀行の消極的姿勢もあって紆余曲折し結局最終的に合意が成立したのは5月27日であった。橋本寿朗「山一証券の経営破綻と銀行管理下の再建」『証券経済研究』第21号、1999、74-5頁。
- 8) 山一とは別に「新会社」を設立し、その新会社が山一から商号および証券営業に関する資産・負債および顧客を譲り受け、改正証取法のもとで免許を取得して、新しい山一証券として発足する。一方、従前の山一は、新会社に商号および営業を譲渡した後、「旧会社」となって、特融の管理と、新会社から受け入れる収益などによって特融の計画的返済に当たるという方式である。
- 9) ①証券取引法違反(97年法律第117号による改正前の同法第197条第1号、207条第1項第1号、刑法第60条)②商法違反(97年法律第107号による改正前の同法第489条第3号、刑法第60条)。
- 10) 大蔵省設置法(1949年5月31日制定)、その後、度重なる改正が行われている。また、1993年制定の行政手続法において行政指導の一般原則・方式などが定められている。

- 11) 損失補填事件の端緒となったのは税務申告での自己否認である。資金の使途先の名前を出すことを嫌い、税務申告者が自ら泥をかぶって税金を払い、相手の名前を出すのを勘弁してもらおうような時、自己否認が容認される。1991年6月、野村証券は高輪研修センターで株主総会を開いた。議長であった田淵(義久)社長は損失補填に関する株主との質疑応答で「この件(自己否認)は大蔵省のご承認を頂戴しています」と発言したことで波紋を広げた事件を指す。榊田望『兜町戦史』ダイヤモンド社、1995, 391頁参照。

## 第9章 山一証券と企業文化

### はじめに

本章は、1997年に破綻した山一証券（以下、山一と略す）を企業文化の視点から考察した。100年の歴史と伝統を持ち、かつては、わが国最大・最強を誇った証券会社は何故破綻したかを探るためのアプローチの視点はいくつかあるが、本章は山一とその企業文化との関係において研究を試みたものである。

それに関連して、3つの問題意識を認識下においている。第1は、わが国において、企業文化論が多くみられるようになったのは、バブル崩壊(1990)後のことである。しかしながら、それらは企業一般にかかわる企業文化論であって、個別業界や個別企業を対象にした企業文化論は見あたらない。なかでも不祥事が多発した金融・証券業については、個別論が存在していても不思議ではなかったと考えられる。なお、本章は山一の企業文化研究ではあるが、山一のみならず、わが国証券会社(主として4社)に共通した企業文化の側面にも触れることにつながり、意義あるものと思われる。

第2は、山一といったような、1企業の事例研究は証券業という特定の業種を越えて、企業文化そのものの本質を理解する上で、重要な意味をもつ点である。すなわち企業の創業者が企業文化にあたえた役割、あるいは企業の歴史のなかで生まれた、極めて勝れた指導者によって再形成された企業文化の革新などを研究する上で、事例研究は有力かつ具体的な接近方法である。

第3は、従来の企業文化論は、例外なく超優良企業を対象としたものである。すなわち、何故超優良企業に成長したのか、どうして超優良企業であり続けているのかといった問題提起であった。一方、これに対して問題企業や倒産企業の企業文化をとりあげた研究は見当らない。不良企業を事例として取りあげ、それらの企業が、まさに企業文化との関係において、どのような問題を顕在化し、そして企業が衰弱していったのかという、「負の企業文化論」も考察され



る必要があると考えられる。

1では、山一の創業時(1897)から、証券恐慌期(1960年代半)にうけた日銀特融を完済し、新しい山一として発足(1969)するまでの時代の経営と企業文化の関係について論じた。2ならびに3においては、新生なった山一として、新たな企業文化の創造を目指す絶好の機会であったにもかかわらず、その時代のリーダー達が4社間競争からの脱落を恐れて、経営倫理を無視した目先の利益の極大化にのみとらわれる営業行動のなかで、ついに破綻するにいたった経緯(1969～1997)を述べた。

さて、上記の論題の考察を試みるにあたり、企業文化の定義を正確に把握することにつとめたが、企業文化の概念や定義はさまざまであり、その論者の数だけ企業文化論が存在しているといっても過言ではない。一方、わが国での使い方には曖昧さがあり、たとえば企業文化、企業理念、企業風土、企業体質、社風、社是・社訓といった言葉が渾然とした意味で用いられていて、相互の関係は必ずしも明確ではないように見うけられる。

企業文化の概念はアメリカにおいて組織文化(organizational culture)という表現で、1930年代に発生している。アメリカにて企業文化(corporate culture)という用語で問題意識が論じられるようになったのは1970年代後半からであるが、80年代に入ると「シンボリック・マネジャー」や「エクセレント・カンパニー」などの著作がベスト・セラーになり、それらを端緒にして、多くの企業文化論が世に問われるようになった。この頃から、アメリカでは、企業文化の形成・確立が、個別企業にとっての大きな経営課題として意識されるようになり、わが国においても80年代後半になって企業文化論が強い関心を持たれるにいたった。

先人達が企業文化というテーマで何を語ろうとしているかを知るため、いくつかの文献を通して、「企業文化」をどのように定義づけているかをみることにする。

①個別企業の構成員が共有している、すべての潜在的および顕在的な意思決定基準である。—アンソフ(H.I.Ansoff)

②企業に共有された価値観(shared value)といえる。—ピーターズとウォーターマン(T.I.peters & R.H.Waterman)

③企業における人間の行動の総合的な型態という理解である。—ディールとケネディ(T.E.Deal & A.A.Kennedy)

④文化一般の定義にそくして理解すれば、企業システムに特徴的な「価値と規範の体系」のことである。—梅沢正

⑤組織のメンバーが共有するものの考え方、感じ方である。—加護野忠男・伊丹敬之、などがある。 上記の諸概念の特性は、いずれも目に見えない価値観、信念、理念、哲学などを企業文化としていて、目に見えるもの、すなわち行動パターン、業務態度、仕事の仕方、企業の慣習などは文化を具現化したものではあるが、文化そのものではないということにある。

つぎに、企業文化と企業目的とのかかわり方であるが、現在においてすら、証券会社のみならず一般企業にあっても、企業の目的は利益を出すことだけにあると信じて、利益が文化的活動や人間協働の結果的産出物であることに理解を示す経営者は必ずしも多くはない。従来わが国証券業において、実際に企業活動を支配してきたものは、短期的な見地に立った利益の追及であった。しかし今や、企業は企業間のシェア競争や損益操作によって生存していく時代ではない。バブル期前後に販売量や利益の最大化に狂奔し、それに経営者の権力的野望が重ね合わせになって、非倫理的な経営に走った企業がどのような経過をたどったかは、たんに証券会社のみならず数多くの企業の例が示すところである。

一般的に、企業文化は変化しにくいもので、連続性があるといわれているが、社会や政治、経済などの環境の変化の影響を受け、変わらざるをえないものでもある。その意味では企業文化の変革性を視野におさめる必要がある。1例をあげると、近年における証券市場ならびに証券業のグローバリゼーションを、わが国証券会社の企業文化の視点からすると、他国（主としてアメリカ）のもつ証券文化への適応と、それがもたらす、自社の日本的証券経営の変革を視野にいたした企業文化の革新の問題であるといえる。そこから生じる矛盾を解決し、

新たな企業文化の経営体制を構築することが、証券会社の今日的課題でもある。企業文化の中核をなすものは経営理念であり、企業文化の多くは創業者の理念や価値観を体現したものであるが、前述したように、これまで常識となってきた企業文化も変革をさけることはできない。それに対応して、指導者は常に、旧来の企業文化に対する対案を用意しうる先見的能力を必要とするのである。

## 1. 創業から日銀特融完済後の新しい山一証券発足までの時代(1897～1969)

### (1) 弱い文化をもつ山一証券

#### (a) 強い文化をもつ企業の創業者の役割

山一の創業者としての小池国三を語る前に、いくつかの優良企業の創業者のはたした役割、ないしは功績について触れておくことにしたい。世界で長期にわたって成功をおさめている企業をみると、初期の指導者のはたした役割が大である。彼等に共通していえることは、事業の長期的成功に必要な任務を遂行できるような強い文化を社内につくりだすことが、自分達の役割であると考えていたように思われる。そして、これら初期の指導者の教訓が、代々の経営者に受け継がれて、企業の持続的成功をもたらしてきたのである。たとえば、IBMのトーマス・ワトソン、プロクター&ギャンブルのハーレー・プロクター、ジョンソン&ジョンソンのロバート・ジョンソン達である。わが国の例では、資生堂の創業者の福原有信があげられる。

それと同時に、それらの企業には創業時につくられたミッション・ステートメント（わが国の社是・社訓にあたるが、むしろ企業の究極の目標を示すスローガンとでもいったもの）という信念が存在している。たとえばIBMの「IBMはサービスを意味する」やプロクター&ギャンブルの「世界の消費者のニーズを満たす、すぐれた品質と価値を持つ製品の提供」、ジョンソン&ジョンソンの「企業を永続させる唯一のものは人々の善意であり……、他はすべて影にすぎない」、資生堂の「新しい価値を次々と発見し創造しよう」などである。これらの優秀な企業は創業者をはじめとする先人達の育んだ文化に支えられて、景気の波をのりこえて生き続けてきたのである。

## (b) 山一の沿革

山一の企業文化とは何かと尋ねられて明確に答えることが困難である。その大きな理由の1つとして、山一の沿革(第1章山一証券経営略史の図1参照)があるように思われてならない。山一は、1996年4月(経営破綻の前年)に「創業100周年記念式典」を催し祝賀した。1897年、創業者とされる小池国三が株式仲買店「小池国三商店」を兜町に設立してから100年を迎えたということである。その長い歴史と伝統といわれるものが、山一を支えてきた原点であったことは明確である。

しかしながら、その歴史を改めてみつめ直してみると、残念ながら「100年の歴史」が必ずしも実体を表したものととは考えられないふしがある。「100年の歴史」という文言を、営業政策の手段として使用するには恰好の材料であったといえるが、その解釈には無理があり、一種の虚説であるとの考え方もなりたつように思われる。この論点については、第1章山一証券経営略史の「はじめに」において説明したところであり、ここでは省略する。

企業文化という視点から、山一を俯瞰するとき、沿革上の切れ目から生じた、歴代経営者間の経営理念の異質性あるいは相違性が作用して「100年の歴史」を通貫する企業文化、ないしはその後の環境の変化に応じた必然的かつ先見的な企業文化の革新といえるものを見出すことはできなかったし、また存在しえなかったと指摘することができる。

山一が破綻した大きな原因の1つは、経営倫理の欠如にあったと解されるが、一般的にいつて熟成した企業文化には経営倫理という内的価値が内包されている。「みせかけ」の企業文化と資質に欠けたリーダーによる企業支配のなかでは、経営倫理の確立は期待できない。

## (c) 創業から証券恐慌期の経営危機にいたるまでのリーダー達

山一には、公式の社長の代別呼称は見当たらないと第1章の「はじめに」において述べたところであるが、本章執筆の便宜上、山一歴代の全社長名を以下、古い順に番号を付して列記しておく。社長名のあとの括弧内は在職期間(西暦)を示したものである。尚、本1の対象者は⑦の大神一までである。①小池国三

(1897～1916)②杉野喜精(1917～35)③太田収(1935～38)④平岡伝章(1938)⑤木下茂(1938～43)⑥小池厚之助(1943～54)⑦大神一(1954～64)⑧日高輝(1964～72)⑨植谷久三(1972～80)⑩横田良男(1980～88)⑪行平次男(1988～92)⑫三木淳夫(1992～97)⑬野澤正平(1997)

#### ①小池国三

国三(1866生)が東株仲買人の免許をうけ小池国三商店を開業したのは1897年であった。当時のことゆえ、もちろん企業文化や経営理念、社是・社訓といった言葉はなく、それに相当するものとして、国三は開店挨拶のなかで「弊店は顧客本位を営業方針として、顧客の利益に反するような行為は決してしない」と述べている<sup>1)</sup>。これとともに店則を定め、店として投機的売買行為を決して行わないことに加えて、店員個人にも投機的売買を厳禁した。上記の方針は、現在では当然のことと考えられるが、当時兜町はシマと呼ばれて、株式仲買人の賭博的行為は常態化し、世間の信用に欠けるところ多く、顧客とのトラブルが絶えることのなかった時代である。そんななかでの国三の営業方針は斬新かつ先端的なものであった。

国三は日露戦争後の株式ブームのなかで経営基盤を固め、1907年に小池商店を発展的に解消し、小池合資を新たに設立した。1914年の第1次世界大戦勃発の頃には、小池合資は株式売買高で業界首位を占めるにいたっていた。

ところが1917年4月、国三は小池合資を突然解散したのである。その理由は2つある。1つは、国三が株式仲買店を開業するにあたって母親の猛反対に会い、その際、彼は母親に対して、相当の資産をなした後には必ず、他の職業に転ずることを誓って許可をえた。その後、財をなした親孝行者の国三は母親との約束を果たしたということである<sup>2)</sup>。2は、元来、国三自身株式仲買人を生涯の業とする意志はなく、投資銀行の経営が将来の宿願であったことによる。それに備えて、商栄銀行という小規模な銀行をすでに買収済みであり、17年小池合資の解散直後、商栄銀行を小池銀行と改名し、頭取の座についている。

1917年、小池合資を引き継いだ形で、山一合資が発足した。社長には国三の懇望により、杉野喜精(1870生)が就任した。杉野は日銀入行後、名古屋銀行支

配人に迎えられていたが、その高い識見が国三の目にとまり、10年にはすでに小池合資に入っていた。国三は小池合資を解散するにあたり、それまでのすべての客との取引を清算した。山一合資は、のれんを引き継いだとはいえ、取引に関する限り完全にゼロからの出発であり、新しい会社であった<sup>3)</sup>。

国三は真面目で徳義を重んじ、商売熱心な経営者であったが、英雄的リーダーとしての素質はなかったように思われる。自社を大企業に育てるために、強い文化の創造を目指すといった野心や志をもった人物ではなかった。初期の指導者の意志と教訓が、代々の経営者に受け継がれて企業は持続的成功をもたらすものであるという原則論に立つと、山一はその出発点からそのような資格をもった会社ではなかったとの見方ができる。

山一合資の社長についた杉野は、国三の堅実経営を踏襲した。その結果として、経営の主体は公社債分野に置かれることになった。杉野は就任後、業容を着実に伸ばし、開業の1917年には、東株仲買人中8位の座に甘んじていたのが、20年には、業界首位を占めるにいたっている。1923年の関東大震災をのり切った山一合資は、26年、組織を株式会社に変更して、山一証券株式会社として新発足した。杉野は社長にとどまり、常務に太田収が選任された。太田は16年、東大法学部を卒業すると同時に小池合資に入社している。東大卒の証券会社への就職の最初の人物であった。

一般的に新会社が、旧会社の文化特性を完全にうけ入れることは困難だといわれている。国三はその後一切、山一の経営に介入することはなかったが、杉野は企業文化の統一化に苦勞することになった。そのなかにあって公社債営業を主体とする堅実経営の杉野と株式営業の積極化を主張する常務の太田との確執が芽生え、対立は次第に深まっていった。

野村と山一はわが国証券界の双壁として、長きにわたって競いあってきた。そのなかで、一方は証券業界の覇者となり、他方は廃業に追い込まれることになったのである。両社の軌跡の大きな違いの根源は、野村の創業者である野村徳七と山一の小池国三との経営理念の異質性にあるものと考えられる。突き詰めていうと、徳七は、野村の体内に野村の長期的成功に必要な大事業を遂行で

きるような強い企業文化をつくりだすことが、自分の最大の任務であると信じていたということである。その意味で、ここで徳七を語ることは野村の企業文化を理解することに役立つと同時に、その対極にある山一の文化を知ることにもつながると思われる。

徳七は1904年に実父の初代・徳七から、大阪の両替商・野村徳七商店を継承し、その直後、店を株式・公社債の現物仲買店に転換した。徳七も当時のこととて、社是・社訓といった明確な形としての経営理念を残していないが、日々の営業のなかでの言葉・文書で、野村の事業を成功させ社員の意欲を高めるための大切な教訓を残している。それらを整理してみると①顧客とともに栄える②広く人材を求め、適材適所に登用する③時代を先取りする(何事にも先鞭をつけ、断じて人の後塵を拝せざらん)④調査(リサーチ)と情報の重視⑤国際的視野をもつことなど、である<sup>4)</sup>。当時の時代背景を考えると、まさに先見性をもった、理念提示型創業者であったといえる。

国三と徳七の創業者としての異質性を対比してみることにする。国三については先述したところであるが、自分の夢であった商売(投資銀行の経営)を地道に着実に経営することによって成功し、世間の信用を得ると同時に、ある程度の財を成したいという、いわば実業人としての平均的タイプの人間ではなかったかと想像される。

一方、徳七は「生まれながらの創業者」であった。明治という時代に「公社債・株式等の投資は将来、かならず銀行における各種預金にくらべて優るものとして歓迎される時代がくる」と述べている<sup>5)</sup>。この言葉に代表されるように、旧習を打破し、合理性を強調する革新的理念は、単に証券業といった枠をこえて、野村財閥を実現させる原動力となった。そして、言葉だけでなく、目に見える形で理念を実践してみせる行動力は後世の野村の経営者に継承され、今にいたるまで野村グループの英雄として伝説のなかに生き続けている。

## ②太田 収

堅実派の杉野と積極派の太田との確執については前述したところであるが、1935年、太田収が社長に就任した。太田は積極果敢な性格の持ち主であった。

太田のもとで山一の経営戦略は明らかに変化を見せた。太田の積極的な株式取引は、彼の相場好きの性格もあったが、企業の資金調達面から、積極的に企業価値や将来性が見込まれる銘柄を取りあげ、相応の株価水準になったところで増資をさせるといった、企業への経営支援を行うことを使命観としていたところにある。とくに有望な新興企業の資金調達には積極的に協力した。1937年から38年にかけて、わが国証券史上有名な鐘紡事件が生じた。太田は鐘紡の中国進出や軍需産業参入構想に共鳴し、株高を通じて鐘紡の資金調達などに積極的に協力し、幹事関係を有利に展開する意図をもって強烈的な買いにでた。当初は太田を中心とする買い方が勝利を収めたが、37年7月の日中戦争勃発を契機として鐘紡株は大暴落に転じて、大口投資家と山一自体が大損失を招く結果になった。太田は責任をとり38年5月社長を辞任した。そしてその直後、青酸カリ自殺をとげた。この事件によって、山一は株式偏重の投機的会社であるとの印象を世間にあたえることになった。強い文化が根付いていない企業におけるトップの交替は、時として、安易な企業理念の変化につながり、企業戦略に大きなインパクトをあたえ、企業イメージに強い影響をおよぼすことをこの事件は教えている。結果論としていえば、太田は国三・杉野が37年間で築いてきた「堅実」「顧客本位」といった山一の企業文化(強い文化ではなかったが)をわずか3年で無に帰せしめたのである。当時はもちろん企業文化なる言葉はなかったが、強烈的な個性をもった異質の最高経営者出現と企業文化との関係は興味ある研究課題である。

太田事件をうけて、後始末役として平岡伝章、木下茂と相次いで社長に就き、山一の経営を本来の堅実主義に戻すべく努力を続けた。

### ③小池厚之助

1941年、太平洋戦争が開始され、その後、戦時統制は企業の整理・統合にまで進んだ。証券会社の合併も避けられないものになった。国三の創設した小池銀行は30年に銀行部門を切りはなし、公社債の引受、募集、売買を主要業務とする小池証券として発足していた。小池証券としても合併が不可避であるなら血縁関係にあたる山一が最善であると考え、また山一としても異存はなく、両



者の合意をみて、43年9月、新「山一証券」の設立総会が開かれ、社長に小池厚之助(前・小池証券社長で小池国三の次男)、専務に大神一(前・山一常務)が決定した。

#### ④大神 一

1954年、小池は会長に、大神が社長に就任した。大神は12年、東大経済学部を卒業、同年山一合資に入社している。鐘紡事件で自殺した太田収元社長から片腕として信頼されていた。

上記③の小池厚之助と④の大神一は、1965年の証券恐慌のなかで山一を倒産寸前に追い込み、日本銀行の特別融資をうけることによって危機を免れたという不幸な結果を招いた山一歴史上の重要人物である。従って本章の1-(2)(法人の山一)、ならびに、1-(3)(証券民主化戦略)において、両社長をとりあげたため、この1-(1)-(c)では詳細を省略した。

## (2)法人の山一

### (a)企業文化としての「法人の山一」

「山一の企業文化は」と尋ねられて、返答に窮するところであると先述したが、企業文化を「企業に共有された価値観」あるいは、「組織のメンバーが共有するものの考え方、感じ方」であるという見方に立つとき「法人の山一」という言葉のもつ意味ないしは精神は山一の企業文化であったという見方ができる。

法人業務とは、主として(主)幹事証券会社<sup>6)</sup>として上場企業の資金調達に寄与することにあるが、それに関連して公正な株価形成と円滑な証券の流通など流通市場での役割も大きい。また、企業の店頭市場への登録や取引所への新規上場業務も行う。法人業務は証券業においては、公開企業の経営に直結する問題に関与する機会も多く、知的満足度の高い創造的な仕事である。

とくに山一社内は、「法人の山一」という世間の高い評価を下げることは、山一が山一でなくなることだという呪縛にとらわれていて、経営陣は幹事証券会社の地位を失うことを極度に恐れていた。そのような環境は、法人部門で働きたいという雰囲気は社内に醸成することにつながり、ある種の価値観という

意味でも、まさに企業文化の1つであったといえる。

#### (b) 法人の山一の創始者

法人取引に関する山一の実力と「法人の山一」というイメージを確立したのは、創業者・小池国三である。国三は、かねてより株式仲買業者の地位向上のためには、当時銀行が行っていた証券引受業務への参入が不可欠であると考えていた。その夢の実現の機会が1909年1月に訪れた。政府が財政改善の一環として、わが国初の借換国債の発行を決定し、銀行のシンジケート団が結成されることになったのである。国三は、この機をとらえ、株式仲買業者のシンジケートへの加入を、強く各方面に働きかけた。結局、下引受としての参加ではあったが、ここにわが国歴史上初めて、証券業者による引受業務への参入が実現したのである。

1909年、国三は渋沢栄一を団長とする渡米実業団に参加し、初めてアメリカの土を踏んだ。彼は、この時のウォール街の視察で、アメリカの証券会社の証券発行市場における役割の大きさに強い感銘を受けた。自分の引受業務に賭ける信念にますます自信を深めた国三は、帰朝後、法人を対象とする引受活動に一段と情熱を燃やすことになる。国三は1910年に法人引受活動の新機軸を実行した。全国の大企業を対象に、当時の低金利を利用しての起債を奨励する勧誘状を送付したのである。これに最初に応じたのが江之島電気鉄道で、これが証券会社にとって最初の社債元引受発行となった。

余談であるが、野村の創業者・野村徳七は1908年、朝日新聞主催の欧米旅行に初めて参加している。徳七は早くから証券業における調査(リサーチ)の重要性を認識し、わが国証券会社として、最初に調査部を設立し、1906年に「大阪調査情報」誌を発行している。徳七は渡米時に、ウォール街のリサーチ活動のあり方をつぶさに研究し、帰国後早々に調査部の大幅拡充を実施した<sup>7)</sup>。国三の引受業務に対する執念と徳七の調査業務への情熱の対比は、その後の「法人の山一」と「調査の野村」という企業イメージの形成に無関係であるとはいえない。

現在とちがって、当時の発行市場は資金調達の方法・手段が限定され、発行

条件も画一的であり、また新商品開発競争もなく、主幹事証券会社の獲得と維持のためには、企業幹部との人的関係の強化が最も重要な要素であった。その点、国三はその人格・人柄によって、当時甲州財閥として有名であった、郷土の先輩である若尾逸平、雨宮敬次郎、根津嘉一郎達の知遇を得ることにより、政界・財界に人脈を拡大していったことが、その後の山一の法人関係の強化に大きく寄与したのである。

### (c)「法人の山一」の成長と確立の時代

#### ①杉野喜精・太田収の時期

杉野も法人の引受業務については国三に劣らず情熱を燃やした。杉野は一流の引受業者になるためには、全国の証券発行体とのネットワークの構築と引受証券の販売網の強化にあると判断して、他社に先んじて、1920年代半ばまでに大阪、横浜、名古屋など全国8ヶ所に出張所を設立した。これが功を奏し、この時期の山一の債券発行市場での活躍は驚異的で、たとえば28年の社債発行高に占める山一の引受シェアは銀行も含めた総引受額の24%に達している。また同年の証券業者による総引受額では47%を山一が占めた。

法人関係といえば、杉野の時代である1928年秋、公社債市場が大暴落した。その時、山一は大量の手持ち有価証券を抱え、借入金が巨額に達していた。当時、募集部の責任者は、常務であった太田収である。彼は若くして、その行動力と識見を買われて、銀行（たとえば三菱銀行の瀬下清）や生命保険会社（たとえば第一生命の石坂泰三）の首脳達の間に強い支持者をもっていた。そうした人脈を通じて、太田は三菱銀行を中心にした多くの金融機関から支援を得ることに成功し、山一は創業以来の危機を乗り切ることができた。太田の時代から、山一は三菱銀行を通じて、多くの三菱系企業の主幹事証券会社をつとめることになった。

#### ②小池厚之助の時期

戦中の時期(1943～45)の株式市場は「戦金」<sup>8)</sup>による、山一を中心窓口とした証券会社を通じての無制限の株式買支えによって、終戦まで安定的に推移（東株指数190～215の間の動き）している。

終戦後、財閥解体にともなう放出株の公開売出しをかわぎりに、証券引受業務が再開されることになったが、その辺りの事情については、第1章山一証券経営略史(2-(3))および第2章4大証券会社の経営比較(I)(1-(3)-(b)-②③)において詳述したところである。そこから改めてさすが山一だと感じさせられるのは、小池・大神・両社長時代の引受業務を中心とする法人営業力の強さである。先人達によって積み重ねられた「法人に強い山一」の名は戦後にいたっても、その輝きを失うことはなかった。

### ③大神 一の時期

山一の経営が、野村のみならず、4社間比較においても劣勢に立たされはじめたのは、証券恐慌初期の1962年に入ってからのことである。そのなかにも法人業務は、業界首位の座を維持し続けた。62年末における全国上場企業の主幹事会社数を概観すると、山一の524社に対し野村のそれは426社である。また、61年の第2部市場創設時における東京市場の上場企業は325社でスタートしたが、そのうち129社が山一主幹事であり、野村のそれは86社である。

山一が経営危機に陥り、1965年の日銀特融によって救済された事件の原因は複数であろうが、最大の理由は株式市場の下落、なかでも62年9月からはじまった東証第2部市場の大暴落にある。東証第2部市場開設と同時に上場された銘柄を除き、その後64年末までに上場された会社数は340社あるが、そのうちの36%にあたる121社が山一主幹事であり、圧倒的強さを示している。ところが、東証第2部市場の平均株価は開設以来の高値である372円(62.9.1)から大幅な下げに転じ、実に95円(65.7.12)の安値をつけるにいたった。74%の下落率である。幹事証券会社の責任として、非公開時に株式の事前所有が必要であり、また相場の悪化時には株式の買い支えが要求される。63年末の山一の手持ち商品有価証券は、純財産額の3倍にもあたる370億円に達していた。これによって山一の経営は他社に比し急速に悪化した。成長途上にある無名の企業を発掘し、資金調達面から積極的に支援を行う経営は法人の山一としての伝統であり、山一の経営者の原型ともいえる太田・大神の経営理念であった。経営理念の実行とそのリスク管理や自己管理能力のあり方との関連について考えさせ

られる問題である。

#### (d)「法人の山一」の幻想

山一にとっての最大かつ唯一の誇れる成功体験は、法人営業の強さとそれによってもたらされてきた4社のトップに位置するという証券会社の地位であった。そのために、鏡に写しだされる上半身に自己陶醉し、下半身(足・腰)の弱さ(たとえばリテール部門の販売力や有価証券売買益を稼ぎ出す能力など)を含めた全身像を写しだすことを避け続けてきたといえる。

一方、山一が法人力を計る尺度は幹事会社の数であった。山一が昔から法人営業に強かったということは、逆にいえば幹事会社として成熟した重厚長大型の企業を多く抱えていたということである。それらの伝統的な企業は資金調達頻度も低下し、産業構造の変化のなかで、山一の引受業務を通じた収益は、弱体化の傾向を強めていったといえる。法人力の強さの尺度は山一流の幹事会社数ではなく、幹事企業の質と発展性が大きな要素になっていた。それでも、証券の発行が当局によって規制され、発行証券の形態や発行条件が画一化されていた時代は、山一も引受額では他社に十分対抗できたが、80年代に入って、外国証券会社が多数わが国に参入することによって、資金調達のあり方が多様化することにつながり、またアメリカでの金融技術の発達、コンピューターをはじめとする通信手段のグローバル化、そしてわが国におけるディレギュレーションの進展などによって新しい金融商品がつぎつぎと開発されるようになり、従来の証券発行体と証券会社の幹事関係のあり方が変化し、固定的なものではなくなってきた。このような環境下にあっても山一は主幹事数や幹事比率の呪縛のなかで、企業文化としての「法人の山一」という誇りを破綻にいたるまで失うことはなかった。

### (3) 証券民主化戦略－野村証券との対比を交えて

#### (a) 山一の企業文化革新の逸機

太平洋戦争終了後の、新しい時代の始まりは、山一に新しい企業文化を形成する機会でもあった。そのためには、新しい経営理念をもったリーダーを必要

とした。しかしながら、戦後初の社長に創業者・小池国三の血族という理由だけで小池厚之助が就任したことは、山一にとって不幸な出来事であった。何故ならば小池にはリーダーにとってもっとも必要な資格である経営理念、換言すれば企業が経営活動を推進していくうえでの指導原理・指導指針をもっていなかったということである。もし彼が創造性と革新性をもつ指導者であったなら、ピープルズ・キャピタリズム（証券大衆化路線）の進展という、戦後のわが国をとりまく証券市場の根源的变化に気づいたはずである。

1947年、「証券民主化促進全国大会」が開かれたことは、第1章山一証券経営略史（2-（3））ならびに、第2章4大証券会社の経営比較（I）（1-（2）-（a））で述べたとおりである。要するに、財閥の解体、私的独占の禁止、経済力集中排除など経済民主化の要請は、証券の民主的再配分と、その大衆化によって初めて達成されるという主旨を衆知させる目的の大会であった。具体的には、国民大衆による株式所有を促進させようとするものであり、その背景には、財閥解体などにもとない、旧所有者の手を離れた株式が大量に存在することになったという事情があった。

企業リーダーが、文化の再形成を考慮すべきであるときは、伝統的な価値理念が、将来当該企業に短期的でない業績不振をもたらす恐れがかなり明白に感受されるときであり、その場合従来の価値理念を変えなければならないといわれている。1940年代後半は、小池、大神（当時副社長）にとってまさにその時期にあたる。「株のある生活を」といったGHQの政策にそっての証券民主化運動を利用して、個人投資家層の大幅な拡大を実現しようとする発想をもつ機会は何も野村だけでなく、すべての証券会社に対して平等に与えられたものである。ただ、その機会を最大に生かしたのは野村だけであった。このことは、野村の創業者・徳七の「顧客とともに栄える」という経営理念が単に上っ面だけでなく、野村の心に深く企業文化として生き続けてきたことの必然的結果であったと考えるべきである。野村が総力をあげて証券民主化運動を展開していた時期でもある1950年春、「旭硝子事件」が世間を揺るがせた。有名な「旭硝子ヘタ株事件」である<sup>9)</sup>。買い方の中心は山一で、大神副社長が仕手戦の陣頭に立って

買いまくり、売り方を敗走させることによって大神は相場師としての声価を高めることになった。結局は「解け合い」<sup>11)</sup>という方法で、この1大仕手戦は解決することになったが、この証券業者の投機的行動は世の厳しい批判を浴びることになった。山一は証券会社というよりは、株屋的体質を残した企業だといわれても無理からぬことであった。

大神は1954年、小池の後をうけて社長に就任した。山一は、旭硝子事件の直後、東邦レーヨンでも買い方の中心となり大仕手戦を演じている。太田・大神といえ、創業者・国三の経営理念に反して、株式営業を中心とする積極型経営戦略に転換した社長達である。大神は太田に似て直情経行型性格で、太田の片腕として、その信頼が厚かった。両者ともに、企業経営者としては必要以上に天下・国家を論ずることを好み、一種の社会的使命観といったものに埋没して、企業経営を忘れるような危うさがあり、企業の永続性や企業倫理について思いを馳せるというタイプの経営者ではなかったといえる。

1950年代に入ると、証券市場にとって、一般大衆が最大の顧客である時代がやってきていた。山一が大衆投資家層に営業の重点を置く経営方針を初めて明確にしたのは、1958年の春であり、野村より10年の後れである。大神は、「わが社は小口取引を軽視する風潮が強く、他社に後れをとった」と率直に述べている。

1950年代といえ、山一は引受部門では4社のなかで圧倒的強さを見せていたのは勿論のこと、流通部門の株式市場出来高においても、56年までは業界トップを維持していた。野村が株式出来高と利益において山一を抜き、業界第1位に君臨するのは57年以降のことである。

山一の歴史を振り返ると、小池時代から大神時代の前半にかけて（1950～57）が山一の成熟期であったといえる。企業の成熟期には文化が革新への障害となりはじめ、文化は過去の栄光を保持し、その結果自尊心や自己防衛の源泉として尊重されるようになるとシャインは述べているが、真実を表わしている<sup>11)</sup>。

（b）野村の「中興の祖」・奥村綱雄

野村が、戦後わが国のみならず世界屈指の証券会社に成長した根幹には、2つの事象が存在したことを無視できない。

第1は、1946年2月のGHQによる公職追放令である。15財閥の1つに指定された大阪の野村合名の支配下にあった野村も、その波を避けることができず、当時の社長・飯田清三など4名が追放となり、取締役京都支店長であった奥村綱雄が若冠44才で社長の座についた。この時の経営の若返りが、追放処分を免れた山一との大きな企業格差を生む原因となった。

第2は、創業者・徳七の薫陶をうけた、豪放磊落な性格の持主である奥村綱雄という人物が社長に就いたということである。というよりも、野村の企業文化が奥村を社長に選択したというべきである。強い文化は、企業に固定的な戦略や制度がまだ確立されていない創業期から、人々の動きに1つの方向性を与えているように思われる。そして企業に危機や環境の変化が生じたとき、その方向性が新しい人事や制度に重要な指針を与えるのである。

奥村が野村の「中興の祖」と称せられる由縁を、2点指摘することができる。1つは、戦後の証券民主化運動に対して、先述したごとく、いち速く行動を起こしたことである。具体的には、証券民主化戦略は大衆との接点の増加にあるとして、1948年から他社に先駆けて全国に多くの投資相談所とサービス・ステーションを設置した。このサービス・ステーションは、53年には全国620ヶ所に達した。同年5月から「百万両貯金箱」の全国配布を開始し、62年の配布運動終了時には100万個を超えたといわれている。また53年に「婦人集金係」制度を証券会社として初めて新設し、最盛期には、その数2500名に達した。こうした全社をあげての証券民主化運動は、野村の名を国民の間に一気に浸透させ、個人客を激増させたのである。

2つには、上記の証券民主化運動とも関連するが、奥村の社長時代の最大の功績は投資信託の復活である。投資信託は小規模ながら、すでに1937年からわが国にも存在していたが、大戦により中断されたまま消滅状態にあった。戦後の49年になって、奥村を中心として投資信託復活の動きが起こった。しかし、GHQの反対で実現は難航していた。反対の理由は、現在では当然の考え方と



いえるが、投資信託は独立した運用会社が行うべきであって、証券会社の兼営は投資家の利益に反するというものであった。奥村は孤軍奮闘のなか、各方面にしつこく陳情を重ねていたが、当時の大蔵大臣・池田勇人が奥村と同じ京大の出身であり、親交も深かった関係上、1951年5月、「証券投資信託法」が議員立法の形で国会に提出され、同年6月に公布、施行されることになった。奥村は、野村のみならずわが国の証券市場の発展に、投資信託を通じて大きく寄与したのである。奥村は投資信託の復活に限りなき情熱を燃やしたが、これも徳七の「先取りの精神」という経営理念を具現化したものであるといえる。

奥村が野村に偉大な足跡を残したのには、彼は創業からの企業文化を引き継ぎ、それを新しい時代に適合させて管理する方法を、よく理解していたところにあったものと考えられる。

## 2. 山一証券の新発足から株価バブル崩壊直後までの時代(1969～1992)

### (1) 企業文化形成への挑戦と挫折

1964年11月、経営悪化の責任をとり大神が辞任し、日高輝が社長に就任した。日高は日本興業銀行常務のあと、当時日産化学工業社長の座にあった。翌65年5月、山一は日銀特融をうけたが、その後株式市場の好転に恵まれて業績は急回復し、日銀特融の早期返済が実現した。一方、新旧分離方式による再建計画も順調に推移し66年9月には、新会社「山一証券」の誕生も実現した。日高の手によって再建がなしとげられたのである。

筆者は山一で国際業務に長らく従事していた関係上、日高の会長時代(1972～79)、しばしば彼の世界各地への訪問に随行する機会をもったが、時折々に、日高から「山一に新しい企業文化(企業文化という用語ではなく、企業風土とか企業理念といった表現を用いていた)が形成されなければならない」という主旨の話をきかされた記憶が今でも残っている。日高が新山一の創業者としての自負のなかで、今後の山一の経営にとって、革新的な企業文化の形成の重要性を深く認識していることが感じられた。日高は社長時代の1967年、山一創業70周年を機会に、社是・信条を制定している。従来、山一には営業部8則や就業規

定などは存在していたが、正式の社是や社訓はなかった。ここでは社是だけを示すことにするが、それは「顧客とともに繁栄しよう。世界の“山一”へ雄飛しよう」という2条からなっている。注目されるのは後者の「世界の“山一”へ雄飛しよう」の文言であり、今後訪れるであろう証券市場のグローバル化を視野におさめたもので、当時としては、時代を先取りしようとする気概にあふれた、日高らしいミッション・ステートメントであったといえる。また66年の新「山一証券」発足を機に、バッジを新しくしている。

社是・社訓あるいは、社章といったものは、企業文化の凝縮された表現である。その経営理念は企業にとっての精神的拠りどころである。しかし拠りどころといっても、目標や計画、戦略などと違って、数値や手続きによつと具体的に規制されるのではなく、観念的なものである。そのような抽象的なものの効果についてはとらえどころがないともいえる。しかし思想や理念、哲学などを欠いた経営は企業としての方向性が固まらず、組織としての一体性の欠如を生み、企業の将来に向けての発展性を失う結果になる。当時における日高の思考はこのようなところにあつたように思われる。

しかし外部(銀行)から派遣されてやってきた人物が作成した社是や信条は、よそ者がつくったものだという偏狭な感情問題がしこりとなって、社内の共感を呼ぶことはなかった。社是・信条、社章はその後、山一の破綻にいたるまで表面上は存在したが、その精神は従業員の共有する文化にはならず終わった。銀行業から証券業という全く異質な業界に移り住み、一代で企業体質を変えることは、わが国の企業システムのなかではむずかしいことである。ましてや、仲間うちだけで団結しようとする排他性と閉鎖性をもつ山一のような企業風土の企業に、新しい企業文化を形成しようとする日高の挑戦が成功をみることなく終わったことは十分に理解できる。

## (2) 企業文化創造の機会を逃したリーダー

1972年5月、日高のあとをうけて植谷が社長に就任した。銀行の管理下から脱して、植谷というプロパー社長の復活をみたことに、山一の経営陣は欣喜雀

躍した。植谷時代の8年半のなかで、特にその後半の株式市場は上昇基調を保ち、業績も他社比較はともかくとして、順調に推移したといえる。

1975年以降になって、将来の山一の破綻の原因ともなった法人による財テク活動の拡大がみられるようになった。しかしこの時期における、法人余資運用の中心は債券であり、株式による運用が本格化するのは80年代に入ってからのことである。植谷時代も激烈な4社間競争が展開されていたが、山一の順位は相変わらず最下位に定着していた。植谷は最下位からの脱出を経営戦略の最大目標において、72年10月、独自の経営方針を示した。その内容は「世界のトップ証券会社を目指し、創業80周年(77年)を目標にシェアの30%アップを達成する」というものであった。その後も植谷と次期社長の横田は、幾度となく経営方針を発表しているが、いずれも4社間でのシェアの低下にあせりを感じ、収益の拡大にのみ重点をおいた新味のないものであった。しかし、4社間で業績が劣位にあるのは、1965年の経営危機に際して多くの大口個人顧客を失った事実や経営合理化のために経営資源を大幅に削減した事情などを考慮すると、ある程度当然の帰結であり、将来の浮上のためには地道に、弱体化しているリテール営業力の強化をはかることが最重要課題であるとの冷静な認識を欠いていたと言わざるを得ない。

日高の去ったあとの新しい山一が最初に取り組むべき課題は「目標数字(ノルマ)を達成し、4社間競争に打ち勝つ」といった短期的目標を追いかけることではなく、長期的視点に立った経営展望であった。すなわち、従来からの延長線上に山一を位置づけるのではなく、山一の企業文化を新たに形成し定着させることを第一義の課題にすべきであった。

強い文化を持つ企業にするためには、まず自社がどんな文化を持っているかを見極める必要がある。社長の成功は現在の企業文化の正確な読みと、変化する市場の要求にあわせて企業文化を変革する能力にかかっている。成功しているリーダーは理想を描きだし、共通の価値を形成し、あらゆる手段をつくして部下への統率力を高めて企業文化を残そうと努力している人々である。

植谷は山一の弱い文化を打ち破り、新しい文化の創造へ進むべきであった。

そのための第1歩は、「法人の山一」という過去にとらわれることなく、法人重視経営から、リテール営業最優先の経営に大胆に舵を切り替え、総力を発揮してそれを実行すべきであった。勿論それは時間と労力を要する困難な作業を伴うが、過去のリーダーの影響力を残していない植谷時代は絶好の機会であったといえる。

植谷は社長任期のおわりにあたって、山一にとって取り返しのつかない誤りを犯すことになった。それは自身の意志で、後任の社長に横田を選択したことである。それによって横田一行平―三木という負の社長の連鎖を生むことになった。上記3代の同体質社長による経営支配という悲劇の幕開きであった。

山一の経営の失敗の1つは、上記3人の社長がそろって企画室長経験者であり、しかも彼等が3代にわたって連続して社長に就任したということにある。植谷は企画室の経験はないが、投資信託部門、調査部門といった企画室と同様、本社管理部門の出身であることには変わりない。その上、山一再建以降、社長に就いた上記4人の社長は、そろって個人営業の経験がない。なぜ、それが山一にとって大きなマイナスであったかといえ、その1は、企画室といえ、一般的にいつて企業の頭脳であり、社長と直結して企業の進むべき方向を決める作戦参謀の役割をになっているといわれている。その企画室長経験者でなければ、社長になれないと営業部門が感じると、全体の志気の低下を招くことになるからである。業種を問わず、優良企業のリーダーをみると、その企業のコアとなる仕事をして成長してきた人達であることが多い。まさに証券会社のコアの業務といえ現場で顧客を相手に商売をしている営業体である。アメリカ最大の証券会社であるメリル・リンチ社の歴代会長には、その歴史始まって以来、個人セールスを経験した営業出身者が就任するのが不文律になっているのは、その好例である。

その2は、企画室のような本社の重要な管理部門のおちいりがちな欠点は、営業部門の不振の原因を事後的に説明し、経営陣を納得させることには長けているが、こうしたらうまくいくということを証明する能力はなく、しかも証明することを避ける傾向があるという点にある。一方、管理部門が営業部門のマ

イナス面を事後的に強調することは自己保身につながるのである。山一の場合は企画室が伝統的に強い力をもっていたので、数字（収支予算、4社の業績比較、商品販売達成率等）ばかりが先行した。この代償として、自主性や情熱といった人間的側面の軽視につながった。

上記のことと関連するが、現場からはなれた、あるいは現場の経験のない管理者達の限界は、営業現場に対しては数量的分析の考え方や管理側からだけの分析では駄目であるということの本質が、いくら現場側が説明しても理解できないところにある。

### （3）「4社の枠組み」という呪縛にかかったリーダー

1980年、植谷の跡を継いで横田良男が社長に就任した。同年末の日経平均株価は7116円であったが、辞任した88年9月末の終値は4倍の2万7923円と証券会社をとりまく環境は、きわめてよかった。植谷のなし得なかった山一の企業文化の形成に取り組む、最後の機会であったといえる。横田は就任直後「過去の10年間を顧みるに、4社比較では山一はその成果を十分に挙げることはできなかった」と総括した。その時筆者が個人的に感じたことは、4社間の数字を比較して山一の奮起を督励することも重要であるが、証券界にフォローの風が吹き、業績も好調な今こそ、自らの文化が健全であるかどうかを厳しくみつめるべき時であり、そのことについても、社長の経営方針のなかで同時に語りかけるべきではなかったかということであった。

現在でも鮮明に記憶に残っているが、81年夏、たまたま横田と2人で食事を共にする機会があったが、その時彼は、「山一は、法人依存の体質から脱し、リテール営業を強化することなくして、山一の未来はない。しかしもちろん文化の変革には時間と金がかかる上に、大きな困難と苦痛がともなうものである。たとえそうだとしても、実行する以外に生きる道はない」と述懐しているのを聴いて安堵感をもったことがある。

しかし現実面では、山一と他社との業績格差はますます拡大する方向にあった。そんななかで、横田は次第にあせりを感じはじめ、他社との後れを早急に

挽回すべく、1981年、84年、87年と第1次から第3次にわたる中期経営計画を矢継ぎ早にスタートさせた。横田は就任後あまり時を経ずして、4社間競争における敗北を恐れて、目先の収益のみにとらわれた理念なき指導者に転向していった。

横田がリテール営業力の重要性を認識してしたことは事実であるが、現実面では、経営の辻褄をあわせるためには、個人営業部門の劣勢を法人部門でカバーせざるをえない。このことは、ただでさえ強い法人部門の社内政治力を、ますます強めることにつながった。その結果、横田は次第に法人部門に懐柔されて、法人本部内の実情把握が困難になり、本部に対する統制力を喪失するにいたったのである。

横田時代の初期である1981年頃から、特金などを利用した法人の余資運用が債券投資中心から株式投資に大きくシフトしはじめた。バブル相場時である88年末における営業特金の総額は6～7兆円と推定されているが、そのうち山一の額は2兆円に近い数字で、全体の30%を占めていたものとみられる。この事実は、衰えをみせていたとはいえ、いまだ法人との絆が業界においては強かったということができるが、一方では他社よりもより積極的に「利回り保証」や「ニギリ」<sup>12)</sup>を多用していた結果によるものでもあったといえる。こうしたなかで、87年のブラック・マンデーによる株価暴落を境にして、法人顧客との間で営業特金の損失をめぐるトラブルの発生がみられはじめ、将来の損失補填にからむ紛争の種をかかえることになった。その意味では、山一破綻の地層は横田時代に累積された「ニギリ」付きの大量の営業特金によって築かれたものといえる。横田は社長任期の終わる頃になって、法人本部による特金運用の杜撰な実態を後ればせながら把握していた。これを隠蔽するためには、人間関係の絆が強く、しかも自分が会長就任後も影響力の行使できる人物を後継者にすることが必要であった。それには行平次雄が最適であったのである。

山一の企業文化は弱いものであったと先述したが、この文化を具現化してみると次の7点に要約されるように思われる。山一の社内のみならず社外にも認識されていた文化特性としては①法人営業の重視とリテール営業の軽視②株式

売買営業の偏重(債券や投資信託などの商品よりも株式売買営業を好む性癖がある)の2点である。社内に根強くはびこっていたと知覚される文化特性としては①他者依存的体質(他者とは上司や行政などの権威、業界の慣習、前例、既成概念など)②稀薄な倫理観(利益至上主義によって生まれた利益のためには何をしてもよいという考え方)③長いものには巻かれる習性(上司への過剰な忠誠心)④身内をかばいあって、争いを好まない社風(派閥の形成)⑤隠蔽の体質(都合の悪いことは一部の経営者によって内密に処理されて、公開されない)などである。

横田との折りに触れての会話のなかで、山一が直面しているような企業の衰退期における文化には、基本的パラダイムの変革が必要であることを、彼が心得ていたことは十分に実感された。企業文化とよばれているものは、このパラダイムや価値観を集団が共有することからなるものと考えられる。そして外部環境の変化に応じて企業文化を変えていくとき、パラダイムの転換で対応する。しかしこれには、慣性力が働き、変化を拒む力が強く作用して、非常に困難が伴うものである。現実的にパラダイムの転換を成功させることのできる力のあるトップマネジメントは非常に限られているということである。横田もその夢をはたすことができなかった。

### 3. 株価バブル崩壊後から経営破綻までの時代(1992～1997)

1988年、行平次雄が既定方針通り社長に就任した。その後破綻(1997年11月24日)に至る直前までの間の社長(88.9～92.6)・会長(92.6～97.8)時代を通じて実権を掌握し続けた。彼の会長時代に三木淳夫(92.6～97.8)が、顧問時代に野沢正平(97.8～97.11)がそれぞれ社長についたが、彼等の役割をわかりやすくいえば、行平隊長に深夜の偵察を命じられた臆病な斥候のように意味もなく周辺を走り続け、力尽きて倒れたというに過ぎなかった。したがって、3では行平だけを登場させることにした。

山一が自主廃業に追い込まれた経緯とその背景については、第1章山一証券経営略史、第3章4大証券会社の経営比較(Ⅱ)、第5章山一証券の簿外債務、

第6章証券会社の経営システム、第7章証券不祥事と企業倫理、第8章証券会社のコーポレート・ガバナンスの各章において概略的ないしは個別的に論述したところであり、ここでは省略するが、山一の破綻の原因を大別すると、①「トバシ」を原因とする巨額の簿外債務(2700億円)の存在、②バブル崩壊後の業績悪化による財務体質の弱体化、③商法、証券取引法など違法行為に対する信用の失墜などである。

「山一丸」を海中深く沈ませた責任はもちろん行平船長にあるが、当時他の船(野村、日興、大和)も同じ荒海(株価バブルの崩壊)を山一と併行しながら航行していた。しかも山一と同様、重い積荷(各社の荷の重量の違いは多少あったが)すなわち「大口顧客に対する損失補填、大手暴力団との取引、総会屋への利益供与」などいわゆる証券不祥事問題を抱えていたのである。そのなかにあつて、どうして山一だけが沈没したのかという問に対する回答を、ここに2つ用意している。

その第1は行平の最高経営者としての責任である。しかし行平を社長にしたのは山一の血流であり、その責は山一に帰せられるとってしまえばその通りではある。その行平の責任については後述することにする。第2は、企業文化の問題がある。「強い文化」の企業は結束力が強く、皆が会社の進む方向を知っていて、その方向を誤って会社が傾きかけた時には、復元力がはたらくのである。その逆に、山一のような「弱い文化」の企業は信念に欠けるために企業が苦境に立ったとき、その企業に潜在している固有の弱点が顕在化してくるのである。1例をあげると、元来、山一のトップには自分のまわりを自分に従順で、追従にたけた側近達で固める傾向があつた。山一の現状と不祥事の全容を熟知していたのは全役員のうちでは6～7名程度であつたと思われるが、不幸にして、彼等は行平に忠誠を尽くした褒賞により昇進した役員ばかりであるため、行平の意志決定プロセスに反論する者は皆無であつた。一方、「4社の枠組み」内での生存を大切にするよりも、会社を存続させるために行動すべきであると、行平を説得し、行平の考え方を変えさせる人物を必要としていたのである。行平という人間は、一旦決心すれば企業の針路を急激に変えるというリ



ーダーとしての決断力を十分そなえていた。もし誰かが「会社を存続させることが会社の最大の目的である」ということを彼に決心させえたならば、山一はどんな形であるかはともかくとして、生き続けることができたと考えられる。

次に、第1としてとりあげた、山一を破綻させた行平個人の責任について触れる。行平が社長・会長として君臨した時期に、彼が決断しさえすれば、山一が破綻を免れることができたと思われる機会が6回あったと述べてきた。この事情については、第1章山一証券経営略史、第3章4大証券会社の経営比較、第7章証券不祥事と企業倫理の各章において詳述した。もし彼がそれらの機会の1つにでも的確に対応していたならば、山一は生き残れた可能性は十分あった。これらの生存のチャンスをことごとく逃した責任は極めて大きいものと思われる。

彼がこの重大な決断をことごとく先送りし続けた原因として次の2つが考えられる。第1は、彼がまだ企画室在任中であった、日銀特融直後の1965年7月から始まった相場の急上昇をまのあたりに見た体験である。相場の大底からの反騰の迫力は証券人生にとっても滅多にみられることのない経験である。当初、山一の特融の返済計画は18年を予定していたが、この神風によって、わずか4年で完済をみた。行平が「相場はどこかで必ず反騰する」と言って「トバシ」を更新し続けたのも前経験に基づいた根拠なき信念からきている。過去に相場の大暴騰によって山一が救われたという記憶が、「問題先送り」と「待ち」によって課題の解決をはかるという行平のみならず、山一のもつ経営体質を生んだといえる。第2は「4社の枠組み」からの脱落の恐怖である。4社と大蔵官僚との癒着の構造は4社の証券業界における力を一層強固なものにしていたことを考えると尚さらのことである。山一が4社体制から離脱することなど歴代の社長にとっては死よりも恐ろしいことであり、かつ不名誉なものであった。もちろんそこには個人の保身の問題もある。4社の会長職は、4社輪番制のなかで日本証券業協会など主要証券業関連団体の代表者を務める慣例があり、高額報酬と名誉職、そしてその帰結としての叙勲（通常は勲一等瑞宝章）という、3種の神器が約束されていたのである。

文化を自分で組みたてることのできなかった企業が、自ずから選択した山一最後の権力者として当然であったといえればそれまでであるが、行平に欠けていたリーダーとしての資質は、洞察力と倫理観である。行平は、1980年代後半から加速し始めたわが国証券市場のグローバル化、ボーダレス化そして内外同一化の動きが早晩、「4社の枠組み」や「当局による証券業界の護送船団方式行政」といった既存の国内的証券構造を雲散霧消させてしまうだろうという巨視的視座に立った洞察力をもっていたならばと惜しまれるところである。また商売は必ずしも上品で高尚なものではないからこそ、企業を統率し経営にあたる者は、ときどき1人になって、自分の行っていることの道義的正統性や社会的価値について深く考えることが大切なのである。行平にはこうしたリーダーとしての倫理的思考が欠けていた。倫理性の欠落したリーダーをもつ企業は、いくら高収益をあげ得る能力をもっている、やがては没落していくものであるということに思いがいたらなかったということである。

かりに、行平が洞察と企業倫理にたいする価値観をもっていたと仮定すれば、彼は決断力に勝れた人物であったが故に、証券業界がひっくりかえるような騒ぎになっても、山一を一挙に変革（投資銀行として生きるか、ブローカレッジ専門の証券会社に転進するか、あるいは内外を問わず他社との併合の道を選ぶかなど生き残りの形態はいろいろ考えられるが）して、山一の生存を可能にしていたものと思われる。

## おわりに——わが国企業文化の形成——

本章の1. 2. 3では主として山一の経営の歴史の流れのなかで、山一の企業文化を考察してきたが、ここでは筆者の長い会社勤務（山一ならびに外資系証券会社、外資系資産運用会社）から学んだわが国企業のもつ原風景と、その原風景を生みだしたわが国企業文化思想の骨格について論述を試みる。

### （1）山一における経営会議の意思決定とその実行のプロセス

山一の経営会議は、副社長会・常務会・取締役会によって構成されていたが、

公式の最高意思決定機関は常務会であった。副社長会は経営に関する協議機関であるが、事実上は社長がすでに意中で固めた経営事項などを副社長に伝達するための根回し会議であって、その間若干のやりとりがあったとしても、最終的には合意にいたるという、いわば副社長の社長に対する忠誠度の再確認の場であったといわれている。取締役会はわが国の大企業にもよく見受けられる典型的な事例と共通した形であり、会長(取締役会議長)がアジェンダを取り仕切り、主として日常の業務内容や連絡事項を伝えると共に、業績や営業状況の報告を一方的に議長が行うための会議であった。恒例として月1回取締役の顔見世のために開かれるが、出席者は神妙な面持ちで聞き入り、質問は全くといってよいほどみられず、全員沈黙の内に閉会するのが常であった。

したがって山一では、経営方針や営業戦略など、会社の将来に係わる重要な意思決定を行う常設会議は毎月3回開催される常務会であった。議長である社長は長楕円形の大テーブルの奥中央に座を占め、対面の真ん中には筆頭副社長の席があり、以下役員序列にしたがって定席が決められている。あらかじめ企画室が作成した議題順に、議長が進行役となって、緊張した雰囲気の中で会議が行われるがその間、議長以外の列席者の発言は極めて稀であった。しかも、経営を左右すると思われる重要課題ほど質疑の遣り取りは見られない。その後の時間の経過のなかで、主として筆頭副社長が会議に波風が立たないように気を配りながら時計を見て議長に閉会を促し、議長が会議終了を宣言することになるといったものであった。

常務会での発言が極めて限られている理由として挙げられる第1は、質問や意見など社長に対する発言そのものが内容が何であれ、僭越であり失礼だと思われる危険がある。第2は、社長に反対する意見を述べると、社長の権威に傷がつき、後にしこりを残すことになり、出世の妨げにつながる。第3は、議題としてのすべての案件、とくに、重要な案件ほど、それぞれの管掌副社長、当該本部長、関連本部長間で、企画室長を通じて十分な根回し工作が行われていて、会長・社長もすでに了解済みであり、議論の余地がない状況が作りあげられているという事情がある。すなわち常務会ですら、山一では形式的であり、

踏み込んだ実質的な審議のともなわない祭事になっていた。これは山一のみならず、多くのわが国企業における最高経営会議の実態であったといっても過言ではないと思われる。

一般的に言って、わが国企業には主従関係(親分・子分関係)が体質として染み付いているように見受けられる。この関係に“ゆらぎ”が生じると派閥が生まれることになる。いずれにしても、親分・子分関係はわが国文化の特質の1つである。それは鎌倉時代(1185～1333)に生まれ、徳川時代の藩組織のなかで確立されたとする説が有力であるが、鎌倉時代は土地私有化の争いから、各地に主従関係からなる武士集団が跋扈し、それらが結集されて鎌倉幕府が誕生したとされるが、この政権は親分・子分組織間の談合による文化であったといわれている。山一には社長を頂点とする職階制による近代的な人事管理制度が敷かれていたが、底流にあるものは日本的文化としての情的主従意識であったように思われる。

山一の常務会にも親分・子分的情動が支配していて、これが経営活動の推進力としての重要な役割をはたしてきた。本来常務会に期待されることは、経営問題や営業戦略の議論の活発化を通しての意志決定にあるが、山一の実態は、すでに事前に決定されてしまっている案件を絶対にやり抜こうとする空気づくりと、そのなかで親分・子分間の誓いを再確認するための儀式のようなものであった。そのようにして常務会で決定された案件(収益拡大や販売目標の達成など営業関係事項が多い)が取締役会、部長会、部店長会議、各支店内会議という下位組織へと伝達される過程のなかで、次第に親分・子分関係の心情の連鎖の拡大が生まれ、それが燃えあがり、理屈抜きの「やるしかない」「なせばなる」の雰囲気が社内に充満することが当初から期待されているのである。

ひとつの例をあげて示すことにする。たとえば、ある月の月間収益目標の達成が困難になったため、早急に新規の投資信託を短期間のうちに1000億円販売する案件が営業企画部で計画されたケースを想定する。早速、営業企画部により社長以下関連本部長に対する根回しが行われて了解を得ることになる。この段階ですでに販売計画は決定されているのであるが、規定に従って形式上常務

会に提出される。最初のセレモニーとして、営業企画部長を従えた投資信託本部長により当該投資信託商品の販売理由が述べられたあと、担当部長から販売される商品の内容、セールスポイント、利回り目標など、いかに勝れた商品であるかの客観的かつ論理的説明が具体的に常務会で行われることになる。

以上は、さして重要でもない前段階のセレモニーであって、もっとも大切なのは後半の第2のセレモニーである。先述したように、商品説明のあと形式的に若干の質疑応答がなされたあと、タイミングを見計らって、すでに根回しされたストーリー通りに、筆頭副社長ないしは上級役員が「当社の状況からみて、やるっきゃない」「売りまくる以外に道はあるのか」と、抑え気味ではあるが、強圧的に列席者に呼びかける。そして社長が、その言動に力強く同調することによって、否応なく全員賛成となり、半ば興奮状態のなかで原案通り可決され会議は終了するのである。

常務会で決定した販売商品は各営業本部と法人本部に割り当てられて後、各本部から全国支店ならびに各法人部に販売目標額が提示される。それに沿って支店という名の主従関係組織間で、面子をかけた烈しい販売競争が行われることになるのである。かつて鎌倉時代中期に、わが国の民衆文化として衆生往生を説いた一遍上人(1239～89)の踊念仏が熱狂的に世間で風靡したが、証券会社の集中期間を設けた全社一丸となつての自己実現に向かつて邁進する販売活動の様子は念仏踊りと重ね合わせになって見えてくる。

このようにして造り出された、各支店の支店長や営業マンの度を過ぎた熱意とやる気が「無断売買」や「虚偽の商品内容説明」「商品間の短期間でのころがし売買」「元本保証」などの非倫理的行為を呼ぶ結果をもたらすことにつながる。一方、このようにして販売された投資信託が、運用方針と異なった手法で運用されたり、証券市場の悪化によって運用成績が不振な状態に陥り顧客からの苦情が相次ぐ場合がまま発生する。上述した種類の業務上のマイナスの状況が企業に働くと、企業は繕いや対応をせざるをえなくなる。山一に限らず、わが国企業の多くは上記のような立場に直面した場合、「そのような行為の強制や命令は会社として絶対に行っていない」とか「営業マン個人が行ったこと

であり会社は関知しない」などとして企業を外部情報から遮断し、1部の人間を親分・子分組織から一時的に断ち切って処分することにより、事件を落着させることになる。

その後しばらく経つと、「仕方がなかった」「世のなかとはそういうものだ」という台詞になって、経営陣も従業員も打ちそろって幕引きを行うのである。そして過去にとどまることなく、次の新しい熱狂状態作りを目指して進み始めることになる。上述してきたようなわが国企業の行動規範を作り上げているものの1部は、わが国の文化としての歴史観にあると考えられる。すなわちヨーロッパ人の歴史観が直線史観であるのに対して、わが国の歴史観が円環史観<sup>13)</sup>であることに根差しているところに原因があるとの考え方には説得力が感じられる。

山一の経営破綻は山一の経営トップの責任であることは明確であるが、同時に山一の企業文化とも深く絡み合っている問題でもあった。そして、山一固有の企業文化の地層には、わが国の企業文化の骨格を形成している日本の文化思想の存在があることを無視しては考えられないのである。日本の文化の底流をなす日本人の原性質(たとえば、やるしかないといった呪力にかかりやすい集団心理、親分・子分関係を好む性向、出世の階段を昇るための会社や上司に対する忠誠心や追従、個としての自立性の欠如など)について前述してきたところであるが、これらが決して企業経営にとって悪としてばかりでなくプラスとして作用してきたことを含めて日本人の原性質を論じているものである。しかしながら、結果的に、山一が経営破綻を生じたことは事実であり、その基本的原因が経営陣の無能力にあったとしても、山一の破綻が山一の従業員全体の体質となっていた文化思想と経営トップとの合作によって引き起こされた事件であったことは認めなければならないと考えられる。

## (2) わが国企業文化思想の形成

山一の企業文化、証券業のもつ証券会社文化あるいはその他の異業種文化など、それぞれに固有な文化が存在している面を否定はしないが、その基礎をな

すのは日本人共通の文化思想であると考えられる。日本人の文化思想形成については諸説みられるところであり、各々が説得的で貴重な文化論となっている。ここでは、江戸時代とその後の日本人の文化思想の形成を考察することによって、それを源流としてのわが国企業文化思想を考える。

戦国時代が終わりをつげ、徳川時代(1603～1867)が始まった。徳川家は従来から存在していた各武家の土地支配領域を再編成することによって「藩」組織を形成した。その思想は①「家」制度の確立②「家」を藩主から家臣にいたるまで身分制度で序列づけたことによる「家格」組織の定着③「藩」組織の運営の合議化などである。この制度を思想化すると、①身分制度による職務・職位の配分とその相続性の採用②藩主に対する忠誠心の確立③藩主による権力の掌握ということになる。

武士以外の下位身分(農民、商人、職人)については、「組」制度を通じての「家」の存続による「藩」経済の維持以外に「藩」は一切手をつけることはなかった。これらの下位身分では当主を中心とする「家族共同体」が成立していた。一方徳川時代には、武士や民衆に対する指導思想として禅宗や朱子学<sup>14)</sup>の教義が広まったことがある。両教義の中心思想は勤労の美德を説いたところにある。いずれにしても徳川時代は輸入文化(中国の仏教諸宗—天台・真言・禅宗など—、中国学—朱子学・陽明学など—、律令制度、鉄砲等の軍備など)と伝統文化(縄文時代からのアニミズム信仰—輪廻転生の世界観、現世利益思想、無神論など)が相互に作用しあうことによって、日本人独特の文化思想を生み出した重要な時代であった<sup>15)</sup>。

とくにヨーロッパ文化の襲来が徳川時代の内部にひそむ矛盾を招き明治時代が誕生したともいえる。ただ文化輸入についての明治期の特徴はすでに過去の歴史の経験を通じて応用技術習得能力を十分に身につけていて、それが一種の国家体質になっていたことである。洪水のように輸入されたヨーロッパ文化を個条的に整理すると、①近代国家思想②近代経営・経済思想(組織経営思想)③工業化・機械化技術④軍事力の工業化などである。これらの事象の具体化には、各種法律の整備を必要とするため、関連諸法(憲法、商法、民法などなど)が急

ぎ足のなか、外国の見よう見真似で整えられた。しかしながら、ここで重要なことは、「仏作って魂入れず」という諺があるが、形は整えられはしたが、それを動かす人間、それらを動かす組織の実態が期待されるほど変化することがなかった、というかあるいは早期の変身を期待したのがそもそも無理だったというべきであったのかもしれない。この不可避的現実がわが国特有の組織を生むことになったのである。

江戸時代における「血縁共同体」については既述したところであるが、その範囲を核家族、血縁・姻戚、非血縁の分家にまで拡大した「家産」と呼ばれる考え方がある<sup>16)</sup>。明治時代に輸入したヨーロッパの諸法律を表皮としながら、この「家産」による各種産業への投資を通じてつくられたのがいわゆる「財閥」であった。それはヨーロッパの近代資本主義企業経営とは全く異質な、わが国独自の「家産共同体」資本主義経営とでもいうべきものであったのである。

財閥企業をはじめとする、わが国大企業における使用人の組織の基本は、江戸時代の「身分」の適用であった。したがって、企業のサラリーマン経営者にとって、主人の「家」の一員として名を残すことが最高の名誉であった。サラリーマン経営者や社員は家産共同体に忠誠を誓い、閉鎖された共同体の支配下に属することが、太平洋戦争終結以前のわが国大企業の特長となった。

大戦後におけるアメリカの占領政策の眼目は、財閥の解体を実行することによって、わが国企業を近代経営に転換させることにあった。証券市場の育成、商法の大幅改定、会計原則にアメリカ方式を採用することによる経営の透明性の採用、労働基準法、労働組合法の制定、新経営技術の導入など次々と具体的施策を行ったのである。占領政策によって、わが国を支配してきた家産共同体は外部の力で強制的に廃止させられることになった。他力によるわが国文化の変革であった。

1950年代半から高度成長期を迎えて、わが国経済は大きく飛躍をみるのであるが、ゼロからの出発にあたって、わが国が欧米にならって近代経営に脱皮するか、あるいは過去の家産共同体的経営の道を選択するかを決定する機会でもあった。この時、わが国の指導者層は後者の家産共同体的経営への回帰の道を



選んだのである。ここでいう前者の欧米的近代経営とは①株式市場を通じて誰もが株主になれる権利を有し、株主が会社の所有者であり、したがって企業は社会的存在である②最高経営者の経営権は株主のためのものである③企業は独立した組織であり、政・官との癒着や業者間のカルテル結成、談合などの腐敗は許されない④企業の従業員は企業の使用人ではなく、また身分の上下に従って服従を命じられる存在でもなく、企業の人事経営は職務中心主義であらねばならないというものである。

欧米の社会では、企業組織を「商人」と同様、「売買行為をする人間」として商法をつくった。資本主義とは企業が法律の範囲内で「人間」として行動できるという市場経済である。企業は売買のために資本を手段とする組織である。そこでは「資本」が「人格」として扱われて、企業は「法律上の人間」すなわち「法人」となったのである<sup>17)</sup>。ところが、企業が近代経営でないところでは、その国の市民の伝統文化にもとづいて、その時代時代の文化をつくることになるのである。太平洋戦争前の日本では、企業が家産共同体である文化を支配していたから、「法人」もそれに沿って理解された。

すなわち商法と民法で「法人」の法律上の基礎ができると、日本人は物である会社組織を「人間そのもの」にしてしまったのである。それは「法人資本主義」と名付けられている<sup>18)</sup>。株主という資本所有者(資本を人格として商売上で認めたのが資本主義である)を無視した法人の行動—政治献金、選挙運動、法定以上の交際費支出、株主総会日の集中と総会時間の短縮など—をみると、わが国の資本主義とは法人を人間そのものにしてしまった形態であるといえる。すなわち「物」が「人間」になってしまって、そこで働く生身の人間は「法人」という「人間」の頭、口、手足としての器官(organ)になった。それを「会社人間」という表現で示すことができる(岩井克人・東京大学)。

社員としての人間が、法人の器官だとすると、各企業は外の人間が入り込めない「人間」になる。すなわち1つの企業は外界とは閉鎖された人間集団になる。そこにはわが国企業社会の特質を表す言葉の1つとしての集団主義(Collectivism)が発生する。集団主義とは、個人主義と対立する概念であり、個人主義

が独立性と責任を基盤とするのに対して、集団主義は、個人の利益よりも所属する集団を優先して考える価値観である。大戦後、日本企業に定着した集団主義は、終身雇用制と年功序列的処遇方式に支えられて、会社中心主義の思想と行動となって現われた。そこでは、私的生活活動が軽視され、会社での仕事や会社の「和」が大事にされて、協調体制が重視される。会社中心主義はわが国経済の繁栄に貢献はしたが、一方、「会社人間」や「社畜」という言葉に象徴されるわが国経営文化の負の側面が考慮されなければならない。

江戸時代以降、太平洋戦争終了後までの350年にわたる時代のわが国経営文化の骨格は家産協同体文化思想であったと述べてきた。つまり土地私有を基礎とした、核家族、血縁・姻戚・非血縁の分家にまで拡大した家組織が、かなわち家産協同体という考え方であり、家産事業の肥大化したものが財閥であった。基本的には家産協同体支配の大企業群がわが国経済・産業の中核としてわが国を支えてきたのである。

しかしながら、大戦後のアメリカ軍政による財閥の解体とその後の経済成長のなかで、わが国は家産共同体的経営文化から脱皮して、欧米的近代経営文化を選択する道があったにもかかわらず、それを回避して家産共同体的体質の文化に回帰してしまったことはすでに論述したところである。ここで家産共同体的と表現したのは、新しい共同体が家産共同体と同形態、同内容であることを意味するのではなく、原体質、原組織、原理念において同根のものであるという意である。したがって「家産」共同体という呼称を「会社」共同体と呼び代えることによって理解が深まるように思われる。

家産共同体と会社共同体は原体質は同じものであるが、それらを構成する内容物、すなわち成分が同一ではないにすぎず、欧米の近代経営文化とは全く異質なものであった。家産共同体は私有土地資産と核家族を中心とする拡大された家産によって形成されていたと前述したが、会社共同体は①株式の相互持合②時価発行増資による大量プレミアム資金の獲得③株式、土地の取得を通じて、会計上の簿価制度を利用する含み資産の蓄積④株主配当を極力抑制することによる内部留保の積み増しなどの手段によって莫大な法人家産を生みだした。こ

これらの資産は家産共同体の私有土地資産に相当するものである。そして、わが国資本主義は会社を「人間」にし、従業員は社内研修や現場教育を通じて「同一体質人間」に飼育された上で、「会社という人間」の器官(頭や手・足といった肉体的部品)として勤労に従事させられたとの見方ができる。上述してきた企業の「器官」としての役員や従業員の集合体(共同体)が昔の家産共同体の家組織にあたるものと思われる。家産共同体と会社共同体が本質において同形態であるとしたのは上記の理由による。

上述してきたことを総括して、徳川時代以降バブル崩壊後の失われた10年にいたるまでの、わが国組織に一貫して流れてきた文化思想を以下に分析してみた。欧米人においてはキリスト教の倫理が通底する文化であったことは前に述べたところである。その思考の原点をなすのは倫理という個人主義思想とそこから発する自己責任である。一方、わが国の文化思想の源流は縄文時代(紀元前1万年前頃が草創期であり、紀元前1000年頃まで続いたとされている)のアニミズム(精霊信仰)であり、そこでは倫理の精神は極めて希薄である。わが国の倫理は輸入文化によって後代にいたって育てあげられたものであったといえる。従って、わが国においては、個々人の倫理は、わが国の強い文化であるところの共同体(会社)文化のなかに埋没してしまう以外にはなかったのである。わが国での個人の倫理は、共同体(企業)の価値観の地殻をなす「上司に忠誠を誓う」「やるしかない」「長いものには巻かれる」「みんながやるから自分もやる」といったような情的倫理のなかでは何等なすすべがなかったということである。

21世紀を迎えて、わが国各企業は好むと好まざるとにかかわらずグローバル化のなかで生存し、成長して行かなければならない。そのための条件の1つとして、会社共同体という人間を構成する器官(organ)としての1人ひとりの従業員が、「個」と「倫理」をもつ「人」に変身していくことが必要である。20世紀後半のわが国を支配した三比主義<sup>19)</sup>(前年比、他社比、予算比)経営は、山一の破綻を含めて、業種を問わず多くのわが国企業を消滅に追い込むことになった。今後、わが国企業は欧米の生んだ論理的近代経営の道を歩まざるをえなくなるものと考えられる。

注)

- 1) 山一社史編纂委員会『山一証券の百年』山一証券、1998年、18～9頁。
- 2) 同上書、35頁。
- 3) 同上書、46頁。
- 4) 広瀬仁紀『野村証券創業の精神』三笠書房、1987年、100～03頁。
- 5) 同上書、248～9頁。
- 6) 証券取引法施行令上の定義は「元引受契約の締結に際し、その引受に係る有価証券の発行者または所有者とその元引受契約の内容を確定させるための協議を行うことのある会社」である。証券会社はジンジケート団を結成し、共同して引受を行うが、このシ団を代表して発行者との間で引受契約を結び、またシ団内部の調整に中心的役割を演ずる証券会社をいう。
- 7) 広瀬、前掲書（注4）、101～10頁。
- 8) 1942年に政府によって設立された機関である戦時金融金庫の略称。戦前の株価は43年7月をピークに漸落傾向にあったが、この戦金が、殺到する売り玉に対して無制限な買い支えを行った。この強力な株価安定工作によって、終戦にいたるまで株価は一定水準を維持することができたのである。
- 9) 実際には株式は存在せず「株式割当の権利」を売買するもので「権利株」とも「ヘタ株」ともいわれた。「ヘタ」とは柿の実の「ヘタ」のことであり、まだ「実」がなく「ヘタ」だけの株という意味である。そこへ新たなヘタ株として登場したのが旭硝子株であった。1950年、旧三菱化成に企業再建整備法に基づいて旭硝子、新光レイヨン、日本化成の3社の新株が割り当てられたとき、旭硝子と新光レイヨンの権利株が人気を呼んだ。はじめは新旧の価格差に注目して、旧三菱化成株を買い新3社の権利株を売るといったサヤ取りが中心であったが、次第にカラ売りやカラ買いも増え、全国的な仕手戦が展開された。
- 10) 不測の事態などにより相場が激変した場合に、混乱を避けるため、関係者が協議して一定の値段を決め、その値段で決済して、売買契約を解除すること。
- 11) Schein, E.H., *Organizational Culture and Leadership*, Jossey-Bass, 1985, PP.321.
- 12) 取引一任勘定である営業特金を受託する際、証券会社が一定の運用収益の確保を約束する、いわゆる利回り保証のことをいう。
- 13) 歴史の動きは宇宙の動きと同じで、一切の変化は同じものが、また置かれるに過ぎない。それならば歴史をみるのは不要であり、人間の出来ることは同じことをぐるぐる廻るにすぎないとする史観。  
津田真澄『日本の経営文化』ミネルヴァ書房、1994年、180, 182, 184, 251, 264, 269各頁。
- 14) 中国の朱子(1130～1200)が唱えた教理で、宇宙を気と理と2元論的にとらえ、理は仁・義・礼・智であり、これらを人間界を支配する規範とした。儒学の博学主義は朱子学輸入後の日本の学校教員の思想となった。
- 15) 同上書、136頁参考。
- 16) スミス, T. C. 『近代日本の農村的起源』(大塚久雄訳)、岩波書店、1970年。
- 17) 津田、前掲書（注13）、154頁。
- 18) 奥村 宏『法人資本主義』朝日文庫、1991年、142～3頁。

19) 境屋太一『組織の盛衰』PHP研究所，1993年，284～5頁．

## 終 章 山一証券破綻の根源にあるもの

### はじめに

本論文は、かつてわが国証券業界のトップであった名門企業・山一証券(以下、山一と略す)が何故破産するにいたったかを研究課題として、いくつかの視点、論点を通じて考察してきたものである。

仄聞するところによると、古今東西を通じて、業界を問わず、その業界を代表するトップ企業が倒産した例はきわめて稀だといわれている。金融業にあっても、過去、各国で大手金融機関の破綻はみられたものの、いずれも当該国の首位の座にある金融機関ではなかった。その理由として考えられるのは、通常、各業界のトップ企業はいわゆる大会社であり、経営資源(人的資本、物的資本、企業と商品のブランド価値など)が良質・巨大であるとともに、顧客層、販売力、信用力等も強大であるため、同業他社に比較して企業のもつ競争力や耐久力が並はずれて高いことによるものと考えられる。その結果、トップ企業が突発的変異や事故に遭遇したとしても、あるいは何等かの事情により業績が下方に向かうことが生じて、企業の抵抗力が強く、破綻にいたるまでに長期間を要することになる。そして、その間に、新しい企業リーダーが出現することによって、企業文化のトランスフォーメーションが試みられ、それが推進されて、時間の経過のなかで傾きかけた船体(企業)がゆっくりと復元していくものと考えられる。

山一もかつては、わが国を代表する証券会社であったことからして、船体の復元が期待されたにもかかわらず、常識に反して突然死するにいたった。まさに世界再大規模の証券会社の経営破綻が生じたのである。

上述したような知見のなかで、本論文の執筆過程を通じて山一の歴史と対峙し続けてきたが、山一の破綻に対する筆者の包括的認識ないしは理解は「経営の無作為と環境の不運とが、偶然のなかで連鎖し、重なりあったという常識で

は想像できない可能性が現実のものとなった」ということである。山一の経営の検証を通じて、その経営破綻は複合的要因が重なり合った現象であるとしたが、終章にあたって、複合的事象の地下に流れる水脈とでもいった、破綻の根幹にアプローチする必要があると考えるところである。

本章は3から構成されている。1では、前章までに論述することのなかった山一最後の社長となった野澤昌平の就任以降、東京地裁が山一に対して破産宣告を行い、山一が名実ともに消滅した日までの期間の経緯を時系列的に表(表1)にまとめて記載した。その上で、たまたま上記の期間中に生じた山一の企業体質を端的に表していると思われる1つの事例を書き加えている。

2では、本論文(第1章～第9章)の集大成として山一の破綻の原因を抽出してまとめた。3は山一の破綻の根幹にあるものとして山一の企業文化を位置付け、その論考を試みたものである。

## 1. 山一最後の社長

### (1) 野澤(社長)就任から退任までの時期(1997.8.11～99.6.2)

当初、山一は1998年6月の株主総会において、会社解散の承認を得た上で証券免許を返上し、任意の会社精算を行う予定であった。98年3月末の時点で山一が債務超過の状態になっていることが明らかになったが、山一は生命保険会社、損害保険会社など14社からの劣後ローン430億円を考慮すれば債務超過ではないと主張して、解散の決議を目指したが、出席者が定足数に達せず、自主廃業を断念した。その後、山一は大株主の銀行に対し、裁判所による解散判決を請求してもらう作戦に方針を転換したが、各行の同意が得られなかった。その結果、法的な会社清算として選んだのが破産法適用であった。

破産法の申請にあたり、山一にとっての重大問題は顧客資産の棄損防止であった。破産法の適用をうけると顧客から預かっていた現金は保全されない恐れがある。従って、最後まで残った顧客の現金を法務局に供托することになり、その作業がようやく1999年5月28日に完了した。一方、同年5月19日には、生命保険会社などが返済を求めて起こした裁判も、山一が50%を支払うことで和

解が成立していて、破産申請の条件が整ったのである。

1999年6月1日、山一は東京地裁に自己破産を申請し、翌2日、東京地裁は山一に対して破産を宣告した。宣告を受けた山一では、同日、野澤社長以下取締役3人が退任し、その後は破産管財人(松島英機弁護士)を中心に資産の処分を進めることになった。破産申請時の山一の債務超過額は1600億円で、山一は日銀の特別融資(残高4890億円)を自力で返済することができなくなった。

野澤社長就任から退任にいたるまでの経緯の詳細については以下に添付している表1に示した通りである。

表1. 野澤社長就任以降の山一破産への歩み

(1997年8月11日～1999年6月2日)

年月日	推 移	株価 (終値)	出来高 (1000株)
1997. 8. 11	臨時取締役会で野澤昌平専務が社長に就任 (行平会長・三木社長を含む11取締役が辞任し、全員顧問に就任)		
8. 16	新社長は、はじめて簿外債務の存在を企画室から報告をうけ絶句		
8. 21	常務会を休止、経営会議新設		
9. 19	秋季部店長会議		
9. 24	三木前社長逮捕		
10. 6	渡辺常務が富士銀行衛藤専務を訪問。簿外債務について報告、一括償却のための財務改善策について協力要請、富士銀行は特別プロジェクトチームを編成	252	3763
10. 15	CS(クレディ・スイス)グループのR・グード会長が新旧会長・社長等と会談。資本提携などについては具体的にっこんだ話し合いまでには至らず。(その他の外資との提携交渉:9月末→コメルツ銀行、10月末→INGグループ、11月中旬→メリル・リンチなど)	258	1659
10. 22	含み損の一括償却に向けての法律問題につき新東京法律事務所と打合せ開始	241	1763
10. 23	97年9月期(中間)決算発表 損失59億8700万円、純資産4313億8700万円 一連の事件による信用不安もあり、顧客離れが目立ち、資金繰り悪化の懸念が広がる	238	1464
10. 29	債券格付けについてムーディーズ社とのトップ・インタビュー・ミーティング		
11. 3	三洋証券破綻(会社更生法適用申請) 短期金融市場を通じて山一の資金繰りにも影響		
11. 6	ムーディーズ、山一のクレジットウォッチ発表	205	4157
11. 7	株価急落、安値159円をつけ73年4月の市場第2部再上場以来の安値	173	11994



1997.11. 7	(160円)更新		
11.11	富士銀行兜町支店長来社、極めて厳しい支援条件の提示があった	165	6968
11.14	野澤が富士銀行山本頭取と面談(山一の再建計画に関し、担保に見合った範囲内で力になりたいという厳しい回答があった) (18P.M)野澤、長野証券局長訪問(含み損、再建策、富士銀行の回答などを報告)  (18P.M)五月女(会長)、日銀訪問(担当理事に大蔵省に対するものと同じ内容を報告) ・資金繰り見通し→11.25はクリアできるが、11月末には2500億円の資金不足の予想であったが、11.19の段階では、11.末1300億円不足の見通しと改定された	100	63186
11.17	「北海道拓殖銀行破綻(北洋銀行に営業譲渡)」		
11.19	野澤、長野証券局長を再訪問、長野局長に自主廃業を迫られる  長野証券局長、橋本首相に山一の状況報告をすでに行った旨の発言あり  株価急落、一時58円の安値  緊急役員懇談会→社長から含み損とその内容、外資との提携交渉状況、資金繰り、株価急落の問題、当面の対応について報告	65	83479
11.20	顧問弁護士の三宅省三、相澤光江が東京地裁民事第8部に会社更生法申請の事前相談を申し入れる。東京地裁はトバシがあると難しい、大蔵省の協力が必要、26日に会社更生申請手続きを行うことは日程的に困難であるとして、これを拒否  (10:45A.M)野澤、長野証券局長を訪問(会社更生法の可能性と26日の簿外債務と自主廃業の発表の延期について申し入れた) これに対し長野から26日まで待てない、24日にも大蔵省が発表する。顧客の資産の払い戻し資金については、大蔵省主導で特別の金融措置をとる。これらのことは内閣の判断であり、24日に大蔵省としてはトバシを発表して業務停止をさせるとの発言あり	80	81466
11.21	ムーディーズ、S & Pが山一債の格下げ発表:ムーディーズは山一の社債格下げを「Baa3」から「Ba3」(投機的級数)へと3段階、CP格付けも「P-3」から「ノット・プライム」にそれぞれ引き下げた	102	74670
11.22	日本経済新聞朝刊「山一自主廃業へ」と報道  (8:00 A.M)臨時取締役会(ここで初めて野澤はこれまでの経緯について報告のうえ自主廃業せざるをえない旨説明。取締役多数から異論や反論が出された)		
11.24	(6:00 A.M)臨時取締役会で自主廃業へ向けての営業停止を決定。大蔵大臣に「臨時報告書」及び「営業休止届出書」を提出  (11:30 A.M)野澤社長記者会見 ・清算プロジェクトチーム発足		
11.25	日銀特融の実施(ピーク時 1兆2000億円)		
11.26		22	192
11.27	参議院予算委員会、行平を参考人招致	2	470000

1997.12.9	衆議院予算委員会、行平を参考人招致		
12.13	「社内調査委員会」設置(委員長嘉本常務取締役)		
1998.2.4	大蔵省の松野・元証券局長が衆院大蔵委員会に参考人として出席(92年当時、山一からトバシの相談があったことを認める。簿外処理の指導については全面的否定)		
2.13	参院財政金融委員会が大蔵省の松野・元証券局長を参考人質疑。(山一からうけたトバシの相談は、後任に引き継いでいないと発言)		
3.4	東京地検特捜部、前会長の行平、前社長の三木、前副社長の白井を証券取引法違反容疑(有価証券報告書への虚偽記載)で逮捕		
3.18	衆議院予算委員会が松野・元証券局長を証人喚問(海外へのトバシを示唆したことを認める)		
3.24	東京地検特捜部、行平・前会長と三木・前社長を商法違反(違法配当)、証券取引法違反(有価証券報告書の虚偽記載)の罪で東京地裁に起訴		
3.26	整理ポスト(山一株式は97.11.25日から監理ポスト→12.27から整理ポスト)での株式の売買が終了(終値2円、売買高は4103万株―東証1位)	2	41030
3.27	山一株式、上場廃止		
3.31	全店閉鎖、すべての営業を終了。顧客清算業務を清算センターに集中		
4.2	大蔵省、証券取引等監視委員会、山一に対する特別検査の結果を発表		
4.3	参議院予算委員会、大蔵省の松野・元証券局長、堀田・元業務課長を参考人招致。松野は山一に対するトバシの指示を否定		
4.16	社内調査委員会が調査結果を発表		
5.8	法的責任判定委員会設置(委員:弁護士3名、公認会計士1名)		
5.12	衆院予算委員会、三木・前社長を証人喚問。東急百貨店とのトバシ・トラブルを当時の松野証券局長の示唆でトバしたと証言		
6.1	取締役会で98年3月期決算及び会社解散を決議。同日決算発表、225億6000万円の債務超過となる(国内外の含み損の処理額2907億6900万円のほか、店舗閉鎖、子会社などの決算にともなう損失見込み額等を計上、当期損失は4603億2900万円、日銀特融残高5050億円)		
6.5	法的責任判定委員会が旧経営陣ら10人に対し、損害賠償請求訴訟を起こすべきだなどとする中間提言		
6.26	第58回定時株主総会開催(最後の株主総会)定足数不足で解散決議(第3号議案)は不成立		
9.16	東京地裁で粉飾決算事件の初公判。商法違反(違法配当)、証券取引法違反(虚偽有価証券報告書提出)の罪に問われた行平、三木の両被告とも起訴事実を認める		
10.5	山一の株主が行平、三木ら当時の役員8名を相手取って、違法配当		

1998. 10. 5	額に相当する60億円の会社への返還を求める株主代表訴訟を東京地裁に提訴	
10. 9	法的責任判定委員会が法的責任判定の最終報告書作成(未公表)、その第1部違法配当についての責任判定の第1・判定で山一は、違法配当に対して5名の当時の取締役(行平、三木、白井、石原仁、沓澤)に対して損害賠償請求の法的手続をとるべきであるとしている。また第2部の監査人の法的責任判定の第1・判定では山一は中央監査法人に対して損害賠償請求の法的手続をとるべきであるとしている。	
11.12	山一は行平ら旧経営陣9人に対し、違法な損失補填で会社に損害を与えたとして20億円の損害賠償を求める訴訟を東京地裁に提訴	
1999. 6. 1	東京地裁に自己破産を申請	
6. 2	東京地裁、山一に対し破産宣告(破産申請時の山一の債務超過額は1602億円で、山一は日銀特融―残高4900億円―を自力で全額返済することが不可能となった)	
6.14	山一の破産管財人団が中央監査法人と社員6人を相手取り、60億円(違法配当額)の損害賠償請求訴訟を東京地裁に起こした	
2000. 3.22	山一が三木ら旧経営陣に損害賠償を求めている訴訟で三木被告について東京地裁で和解が成立	
3.28	東京地裁、行平、三木両被告に有罪判決 行平被告に懲役2年6月(執行猶予5年)、三木被告に懲役2年6月の実刑判決、三木被告、実刑を不服として東京高裁に控訴	
5.23	株主83人による、山一の旧経営陣や監査法人に対する損害賠償を求め、大阪地裁に提訴していた訴訟で被告の1人である行平との間で和解成立	
5.31	東京高裁にて三木被告の控訴審初公判	

(注) 株価、出来高は東京証券取引所、株価は円

株価については表3を参照

〔出所〕 各種資料(単行本、雑誌、新聞)により自作

## (2) 破綻にいたった後にも根強く生き続ける企業体質

企業体質は企業経営に強い影響を及ぼすとされている。山一が経営破綻した後になっても、その弱い企業文化が野澤、五月女(会長)をはじめとする経営体や事業法人本部に色濃く残っていたと思われる2つの好例を示すことにする。すなわち、それらは第9章山一証券と企業文化の3-(3)において7項目の山一の企業文化特性を列挙しているが、それらのなかで社内に根強くはびこって

いたと考えられる文化特性としてあげた「希薄な倫理観」「長いものには巻かれる習性(上司への過剰な忠誠心)」「身内をかばいあって、争いを好まない社風」「隠蔽の体質」などに深くかかわる事象である。

第1は、野澤が社長就任後、破綻の真相の追求がステークホルダーに対する自らの義務であるとして「社内調査委員会」を設置した直後に生じた事件である。委員会の設置の報が社内に伝わるや否や、事業法人部の社員は営業特金ファンドのニギリやトバシ取引に係る極秘文書やファイルを根こそぎ破棄処分にしたといわれている。事業法人部の社員は調査委員会に尋ねられて「役員の指示でやったと思う」と曖昧な返事をしたということである<sup>1)</sup>。

問題は、会社が消えなんとするときに、どうして証拠隠滅という姑息な手段に走ったかということにある。証拠隠滅に関与した役員や社員達は少なくとも、簿外債務事件に関して裁判所から訴追をうける程の重要人物ではない。会社を死に追いやり、かずかずのステークホルダーに損失と迷惑をあたえた旧経営者達に、そこまで忠誠を誓い、底い立てをする理由がどこにあったのか理解に苦しむところである。山一の内奥にひそむ弱い企業文化—希薄な倫理観、上司への追従心、身内をかばいあって争いを好まない隠蔽の体質など—が彼等に深くしみついたまま、無意識のなかでそのような行動に走らせたとしか考えようがない。

第2も、山一の経営文化の実相の一端を示す事件である。「社内調査報告書」の存在についてはこれまでに再三述べてきたところであるが、実はこの外にも2つの報告書が野澤、五月女に提出されていた<sup>2)</sup>。すなわち、山一の経営陣に委嘱された法的責任判定委員会（深澤直之、國広正、渡邊頭の3人の弁護士と古海陽一郎公認会計士から成る）によって作成された「第1次判定報告書」と「法的責任判定の最終報告書」である。

前者は、山一を破綻に導いた10人の元取締役と監査役の名前（行平、三木、横田、石原(仁)、白井、磯一元法人営業本部副本部長一、高木、小西一元法人営業本部本部長一、延命、木下一元監査役一以上）が明示され、その責任の根拠を述べた内容であり、結論として、10人に対して「損害賠償請求訴訟」を起こ

すべきであるとした報告書であるといわれている<sup>3)</sup>。1998年6月15日の役員会（議題は株主総会对策と旧経営者の責任問題であった）の席上、全員に「第1次判定報告書」が配られたが、ただちに回収され、訴訟に対する具体的な検討もないまま、うやむやの内に役員会を終了した。その後になって、判定委員会に責められたため、5ヶ月後の11月12日、山一はしぶしぶと東京地裁に損害賠償請求訴訟を起こしている。しかしながら、報告書が公表されることはなかった。報告書を公表し、簿外債務の責任を明確にするのが野澤経営陣のとるべき道であったと考えられる。

後者の「最終報告書」は1998年10月、法的責任判定委員会から山一に提出されている。「法的責任判定の最終報告書」は第1部で違法配当(97.3期)を決定した当時の代表取締役5人(行平、三木、白井、石原(仁)、沓澤)を、第2部では簿外債務を見過ごした「中央監査法人」を相手取って、それぞれ損害賠償請求訴訟に踏みきるべきだとした極めて厳しい内容のものであった。「最終報告書」は結局公表されることなく、また監査法人の責任も追求されることなく終わりを告げた。その後99年6月になって、破産管財人の手によって東京地裁に「監査法人に対する損害賠償請求訴訟」が起こされている。

徹底した旧経営陣に対する責任追求を宣言していた野澤が、誰に依頼されて、あるいは、どこからの圧力で2つの報告書を封印したり、旧経営陣に対する責任追求の手をゆるめたのか、あるいは監査法人訴訟をためらったのかは不明である。明確にいええることは、野澤をはじめとする当時の経営者達に、先述したところの山一の弱い企業文化が、体質として体内に染み着いていた事実である。会社が解体した後ですら、株主、顧客、従業員等への報告義務、説明責任をないがしろにして、かつての上司への忠誠、身内の責任の庇いだて、実態の隠蔽などを優先させたものは何であったのかを考えさせられる問題である。

## 2. 山一破綻の総括的分析

山一の経営破綻は内生的要因(山一固有の問題)と外生的要因(証券市場をとりまく環境)が複合的に絡みあって生じた所産であると前述したところである。

本節では前者と後者を分けて考察した。

### (1) 内生的要因(山一固有の問題)

#### (a) 多額の簿外債務の発生とそれにともなう法令違反

上記の問題についての実態、原因、経緯などの詳細については本論文を通じて論述してきたところであり、ここでは省略する。

1980年代になって「土地神話」という言葉が世間に横行した。バブル崩壊後もしばらくの間、地価という火は水をかけようが何をしようが消えることなく、いずれ再燃すると考えられ続けていた。山一の簿外債務(有価証券の含み損)も、経営トップが土地神話ならぬ「株価神話」に取り付かれ、側近達がそのご宣託に盲従した結果の産物である。株価が下がれば塩漬にし、株価上がってから処理すればよいといった安易な先送り体質が行平をはじめとする経営のトップ達に染み着いていた。最悪の事態を直視し、事実と向き合う強さを欠いていたといえる。

簿外債務の表面化を恐れた最初の隠蔽が傷口を広げたのである。太平洋戦争で最初の敗北を隠したために、最後まで撤退できなくて、ついに敗戦に追い込まれるにいたった、わが国の軍隊について「既成事実にあえぎあえぎ追従して行かざるをえなかった」と政治学者の丸山真男は分析しているが、この姿は山一の簿外債務の拡大過程と重ね合わせて見ることができる。

以上、簿外債務の問題を行平を中心とする1桁の側近者達の所業として論じてきたが、さらに驚くべき事実は、簿外債務事件が、その全体像を知っていたか、あるいは部分的に認識していたかの別はともかくとして、従業員も含めて何十人あるいは何百人が参加した集団犯罪であったという事実である<sup>4)</sup>。このことは、山一の企業体質や社風といった側面もあるが、むしろわが国の組織文化の視点から取り扱うのが、より適切であるように思われる。わが国を代表する大証券会社である山一の社員といえは通常、平均以上の良識を備えた社会人と解釈しうる。そうした人々が集団の一員として企業に属した途端に、上司の命令とあれば非倫理的行為ないしは反社会的行動に対して何の疑いも感じることなく、唯々諾々と従う日本人の原組織とは一体何であるか、同じ日本人とし

て理解に苦しむところである。もちろん、家族を含めた生活のためという人間としての基本的問題を含めて、単線的に回答を出すことは困難事であることは承知の上で、まことに示唆に富んだ日本人理解のためのヒントの1つをここに紹介しておくことにする。

津田真澄氏がその著『日本の経営文化』のなかに、わが国の伝統文化が生み出している、現代の組織の根本性質はなにかということを探索している章がある<sup>6)</sup>。原組織(現代の人々がつくっている組織の、根底にある組織の性質)の性質を知ることによって、実際にさまざまな形で存在する組織の経営文化を見通すことができるとする考え方に立って書かれている。そして分析の仕方として、イギリス人と日本人を対照とした東西社会の比較を用いているが、なかでも極限状態のなかでつくられた組織が、より原組織に近いとして、第2次大戦中の2つの捕虜収容所(日本軍が支配・管理したビルマのクワイ河流域のチュンカイ収容所とアメリカ軍の支配・管理したフィリピンのタナワン収容所)にあらわれた人間の組織と生活の観察を行っている。ただし、日本軍の収容所とアメリカ軍の収容所では彼我の間に質的に雲泥の差があったことを頭に入れておく必要がある。すなわち、アメリカ軍収容所で日本軍に支給された食料などの物資の質量が日本軍収容所でイギリス軍に支給されたそれらに比して圧倒的に豊富であったこと、ならびにアメリカ軍は国際条約をきちんと順守し、捕虜には市民としての自立生活秩序の形成を期待したことである。

原著では、東西の収容所の風景が詳細に描かれているが、ここでは西洋の世界と日本の世界の原組織における相違を要約することにとどめる。

まず、日本軍により設立・支配されたチュンカイ収容所のイギリス人捕虜は飢餓・疲労・病気・過酷な労働を通じて、生命の限界まで追い詰められた人々であった。そのような状態のなかで、最初に自然発生的に生まれたのは聖書を読むためのキリスト教集会であったといわれている。続いて歴史、哲学、倫理学、経済学などを学ぶためのジャングル大学が開かれ、相前後して手製楽器からなるオーケストラの編成がなされたのである。こうした話がいくつも続くのであるが、そのなかでわれわれは西洋の伝統文化の核心はキリスト教であることを

はつきり読みとれることができる。そしてキリストの教えとは、満ち足りたときに自分の現世利益のために祈るのではなく、神の愛を自分でつかみとることであるとして画かれている。著作のなかで、死を待つどん底状態で、「神の愛」から組織が出てくることが、日本人には本当には理解できないかもしれないと述べられているのが印象的である。

次に、アメリカ軍の手になる日本人捕虜収容所では衣食住生活が豊かであったことは前述した。そのような環境下での日本人の原組織とでもいえるものが観察されている。第1は、物心のすべてにわたって徹底的に世俗的(平時にあったは金、名誉、女など)であったということである。第2は、捕虜になった途端に烏合の衆になったということ。つまり組織を管理する規律が自分達の手によって生まれてこなかったのである。第3は、親分・子分関係が生まれ、縄張り根性が支配し、飲酒、賭博、放歌高吟がはじまったことである。第4は自分の利害だけで生きて、公共心がない生活に終始したことがあげられている。

以上に述べてきたことは、わが国の文化形成とそれを基盤としてのわが国の企業文化を考えるうえで大きな意味をもっているように考えられる。

#### (b)業績の悪化と業績改善のための努力不足

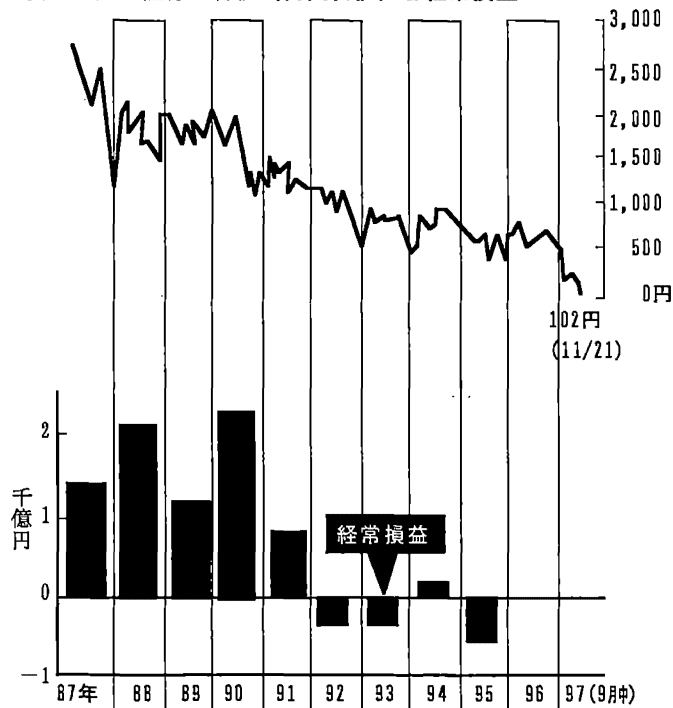
山一の経営破綻の大きな原因の1つに業績の不振があげられる。たとえば、株価バブルの崩壊が明確化した1992年3月期から、山一が破綻した年である97年3月期までの6期間の経常損益(表2参照)を野村と比較すると、山一は6期のうち3期(92.3, 93.3, 95.3)が損失(3期間の赤字合計額は1245億円)であったのに対し、野村は全期にわたって利益を計上している。そして、上記6期間の合計損益額の4社対比をみると、山一が902億円の損失であったのに対して、野村は2374億円、日興は1171億円、大和は1360億円の利益をそれぞれ計上している。

一方、山一の上記6期間の当期純損益をみると、4期が純損失(4期の損失合計3152億円)となっている(第3章4大証券の経営比較(Ⅱ)の表21参照)。とくに1997年3月期に1647億円の最終損失を計上したのは、既述したところでもあるが、山一の系列ノンバンク・山一ファイナンスに1500億円の救済を行ったこ



とによる。2700億円の簿外債務を抱え、業績不振を続けるなかで、4社横並びの発想を優先させて、山一ファイナンスを支援する必要はなかったのである。

表2 山一証券の株価（月間終値）と経常損益



（注）経常損益は年度、88年度は6ヶ月決算なので年率換算

〔出所〕日本経済新聞社『日本が震えた日』

当該1500億円を簿外債務の解消に充当していたならば山一は違った方向に進んでいたものと惜しまれてならない。

山一の業容は1970年代になると、すでに4社の最下位に定着していたが、株価バブル崩壊後になって、急速に悪化した。その理由として考えられる要因としては以下の如きものがある。

①横田時代(1980～88)に経営理念として、リテール営業の強化を打ち出したが、その後の4社比較における業績の低迷、企業文化の変革の困難性、株式相場の堅調による法人・機関投資家の市場参入の加速化の動き等に幻惑されて、営業戦略を法人営業重視に再び転換した。このことは経営方針の統一性と方向

性の明確化を欠くことになり、営業体に疑心と迷いを生む結果を招いた。

②重なる証券不祥事は証券市場と証券業者に対する社会の不振を招いたが、そのなかにあって山一の「ニギリ」、「トバシ」そして簿外債務に関する噂がマス・メディアを通じて世間に広まり、山一に対する信頼の低下につながった。

③上記の結果として、顧客の離散がみられるとともに、リテール営業体が次第に志気とやる気を失っていった。

④株価の下落と相俟って、法人本部が多くの事業会社の営業特金の整理と後始末に追われることになり、もはや山一の収益源として機能しなくなった。

⑤横田は行平を、行平は三木を早々と後継者に決め、彼等に忠誠を誓った側近者達を重用し、有能な役員を関連会社等に転出させるといった密室の人事が会社の活力を失わせることになった。とくに三木は経営の中枢に同期(1960年入社)の3人の副社長と1人の専務)の役員達を配置し、身内間の自己保身に汲々とする様が社内で「仲良しクラブ」と揶揄されることによって、社内を管理する規律が失われるにいたった。

⑥企業の収益見通しが長期にわたって低迷すると予想される場合には、「入るを量りて出ざるを制する」戦略を実行するのが常道である。1992年6月に三木が社長に就任した以降をみても、自己の経営方針を明確に示さなかった。具体的対応策としては、役員・従業員の削減、給与カットなどのリストラ、給与実績主義の思い切った採用、本部長責任制の徹底、支店の自主営業の更なる推進、若手の登用、現場中心に徹した人事の導入等の早急な実施などであったが、何も手つかずのままに推移し、三木への社内求心力は低下するばかりであった。この時期に信じられないこととして、塩浜ビルの新築と新川本社への移転がある。企業損失が累積するなかで、膨大な費用を要する事業が行われたのである。このことを勘繰れば、営業特金の損失補填策の一環として利用するといった何等かの特殊事情があつてのことだったのかも知れないが、常識では理解できない。

以上、山一の破綻は(a)簿外債務の発生と(b)業績の悪化に主として起因したものであるとしたが、2つの問題は相互に係り合い、からみあいながら企業

経営が負の方向へ進行して行ったとみるべきである。従って、山一は破綻を免れるためには上記2つの課題を同時並行的に解決する努力を実行すべきであったように考えられる。それには、顧客に生じた損失を簿外債務とすることなく、他社と同様、顧客企業とのいさかいを恐れずに、①債券売買の形を通じて、差益を損失補填に充当する②裁判上の和解に持ち込む③民事上の調停によって賠償金として顧客に損失を支払う④営業マンの無断売買による証券事故として処理するなどの方法を使い分けすることによって解決することができたのである。

山一の純資産額は、1992年3月末現在で7000億円(最高時は91年3月末の7445億円)であったが、一方、その時点での法人顧客に保証すべき損失補填予想額は大目に見積もっても1500億円であったことを考慮すれば、十分に損失の整理・償却を行うことができたのである。しかし、その代償として、当然、行平は経営責任をとり退任することを迫られることになり、それを極度に恐れた結果、何もなすことなく終った。簿外債務の解決を決断した上で次の重要な経営の対応策として、行平は全役員、幹部社員に対して損失補填の実態と解決策ならびに責任の所在などの明確な開示・報告を行うと同時に役職員が一致団結して業績の向上をはかることを強く要請し、そのための経営戦略の具体策を提示することによって人心の革新をはかるべきであった。

## (2) 外生的要因（証券市場をとりまく環境）

### (a) 大蔵行政の変質

1997年の山一破綻と大蔵行政の係りを論ずるにあたって、65年の山一問題時との比較がよく話題に上る。65年の日銀特融事件を大雑把にとらえると、当時の田中大蔵大臣は株式市場に深い関心をもち、また大蔵省自体も、証券業界ひいては山一の救済にははっきりと賛成の立場に立っていた。一方、97年の当時の政府と大蔵省の証券行政のなかでは、当初から山一を破綻させるという明白な意志はなかったものの、救済することを前提とした政策過程もみられなかった。そして時間の経過のなかで、行政が山一に対してとりうる選択肢は、自主廃業以外にはありえなかったのである。以下、そのあたりの事情を簡条的にま

とめてみることにする。

①当時、1996年11月からの橋本総理の指導による大蔵省を中心とした金融ビッグバンの細目の検討が進行中であつたが、そのような状況下、わが国の不透明な政策決定の元凶ともいえる護送船団方式による証券業者(具体的には山一)救済策を口に出す雰囲気にはなかつた。

②1995年3月以降、大蔵官僚の接待汚職などの腐敗(田谷廣明、中島義雄、井坂武彦、宮川宏一、谷内敏美、榊原隆一以上大蔵省一吉沢保幸一日銀一が逮捕されるとともに、1998年に入ってから大蔵省職員が4人逮捕され、金融機関から過剰接待をうけた職員112人が大蔵省によって処分を受けている)と大蔵省と業界との癒着が社会で大きく批判されている環境下にあつて、従来のような行政指導による業界への支援策の実施は困難な状況となつていた。それどころか、企業の自主的な努力が企業再生には必要であり、衰弱した企業は消滅して当然であるとの考え方が企業社会でも支配的であり、山一という1企業への当局による救済策を議論する状況になつた。

③山一への会社更生法適用の可能性は当初から考えられなかつた。その理由④以下のごときものである。

長野(証券局長)は1997年11月14日、山一から初めて簿外債務の内容の報告を受けた。この事実を証券局がディスクローズすることなく、そのまま放置すると大蔵省の責任問題になることは明らかであつた。95年9月の大和銀行によるアメリカ債券取引事件で、ニューヨーク連銀はわずか1週間後に大和銀行を処分していた事情があつたからである。大蔵省による早期の問題開示が求められている気運のなかで、多額の簿外債務を抱えた山一の会社更生法適用申請を待⑤時間的余裕が当局にはなかつた。

余談であるが、証券市場のグローバル化のなかでその裁量型行政を批判されている大蔵省が、何故三洋証券に対して、大蔵主導で積極的に救済策を打ち出していたのか現在でも疑問の残るところである。いずれにしても大蔵省の三洋証券に対する救済努力は成果をあげることなく、三洋証券は97年11月3日に会社更生法の適用を東京地裁に申請した。ところが申請翌日の11月4日に、無担

保コール市場でわが国史上初めてのデフォルト(三洋証券は10億円をコール市場から調達していた)が発生した。このため外資系銀行・証券会社が準大手証券向け信用供与枠を絞り込み、また貸し債市場では、無担保債券を現金担保に切り替えるように要請していた<sup>6)</sup>。さらに三洋証券の会社更生法申請を受けて、株式市場では銀行・証券株の売り注文が増加した<sup>7)</sup>。このような状況下、山一⑥会社更生法適用申請は難しくなった。

会社更生法適用の問題点の1つに時間的制約があった。適用申請には裁判所が更生の可能性が大きいと認めなければならず、山一の規模としてはその検討に1ヶ月を必要としたのである。東京地裁が三洋証券の10倍以上の280万顧客口座、つまり280万人の山一の債権者に対する債権、債務関係を短時間で処理⑦るのは物理的に困難であるとするのが証券局の見方であった。

会社更生法が適用となれば、債権・債務の確定を必要とする。そのため、すべての債券債務が長期間凍結される。顧客はその間、預り金を引き出すことはできず、そして証券売却代金を証券会社に現金として置いてあるものは、証券会社の資産とみなされる。上記の事情によって、証券会社への会社更生法の適用はあり得ないというのが従来からの考え方であった。しかしながら、東京地裁は三洋証券の財産保全命令は出したものの、寄託証券保償基金が代位した投資家の資産は凍結することなく、例外として顧客からの預り金については引き⑧しを認めたのである。山一が三洋と同様の処置をうけられる保証はなかった。

会社更生法適用の可否にあたっては、メインバンクの強い支援が必要である。山一にとっては富士銀行の判断が重要であったが、富士銀行の当時の言動からみて、裁判所の審査において頭取が山一への全面的支援を約することなど期待⑨きなかった。

会社更生法適用申請にあたって国際倒産法制<sup>8)</sup>との関連がある。現在のわが国の倒産法制では、わが国の企業が破綻し、国内の裁判所に会社更生法適用などを申請しても、裁判所の財産保全命令などは海外には効力が及ばない。山一のように海外に多くの顧客資産を抱えている企業にとっては、国内だけを想定⑩た会社更生法では混乱を生じる懸念があった。

山一の会社更生法適用が不可能であったとされる極めて重大な原因がある。中国の大銀行であるバンク・オブ・チャイナが、現先取引を通じて、山一に3000億円を融資していたことは第5章山一証券の簿外債務（4の「4に関するコメント」）で詳述したところである。具体的には、山一が含み損（1000億円）を抱えて山一オーストラリアに移していた有価証券を買戻し条件付きで売却し、BOCから3000億円の融資を受けていたのである。すなわち、当該有価証券の時価は2000億円であり、もし山一が会社更生法適用によって債権債務関係が凍結されたら、BOCは1000億円の損失を被る危険性があったのである。結局、山一に対する日銀特融の資金を、オーストラリア経由でBOCに注入することによって無事解決を見たが、適切な対応がなされていなければ、日中・日豪関係に悪影響を及ぼすとともに、国際的デフォルトが発生する可能性もあったものと思われる。

#### （b）メインバンク（富士銀行）の体力低下

1965年の山一の経営破綻時における銀行の実力（産業界に対するガバナンス力、銀行の経営状態、社会の銀行に対する評価など）は現在と比較にならぬ程強かった。80年代以後の間接金融から直接金融時代への流れという金融構造の変化もあったが、なににもましてバブルの崩壊がわが国銀行の体力を著しく弱める結果を招いたのである。バブル期の無謀な不動産融資が不良債権の山を築き、株価の暴落か不良債権償却の財源であった保有株式の含み益を激減させたためである。

なかでも、山一のメインバンクであった富士銀行は、自行の体力低下に加えて、グループ企業に安田信託銀行、飛島建設等の問題企業を多く抱えていて、山一の支援にまで手が回らない状態に置かれていた。富士銀行の実態を映す1つの指標としての株価（東証）をみると、98年10月に富士銀行の株価は252円にまで下落し、主要都市銀行株のなかでも並外れた安値をつけている。上述したところの銀行業界ならびに富士銀行の実状が山一の破綻問題に影響がなかったとはいえない。1997年といえ、各行とも有利に生き残るために、膨大な不良

債権をできるだけ早期に処理し、貸付を優良な企業だけに選別するという戦略をとらざるをえなかったのである。

簿外債務の当局への報告をためらい続けていた山一がひしひしと迫りくる重圧に耐えきれなくなり、意を決してメインバンク（富士銀行としては、山一の主力銀行の1つではあるが、メインバンクであるとは考えていなかったと思われる）の富士銀行を訪問したのは1997年10月6日であった。主たる目的は簿外債務の存在を初めて公式に伝えるとともに、山一独自で作成した再建計画を説明し、そのために必要とする800億円の資金提供を依頼するためであった。この山一の行動に関して、2つの読みの甘さを指摘できる。1つは、再建計画の実行には多額の借入金を必要とするが、それには訪問の時期が遅すぎたこと、2つは、96年末に、山一は富士銀行に劣後ローンの提供を求めた経緯があるが、山一の財務内容が不透明であると判断されて実現をみなかった事実を山一は重視していなかったことである。当時すでに、富士銀行は山一の経営体を信用していなかったといえる。結局、山一は膨大な経営資料の提出を要求されたあげく、再建計画が杜撰であるとの理由で突き返された。

その後、1997年11月11日になって、山一は富士銀行の最終通告をうけた。その内容は劣後ローンの支援は他行が同調して800億円になるのが前提であり、そのうち富士銀行は250億円である。しかも、これまでの無担保融資分について、早急に担保を差し入れて欲しいというものであった。山一にとっては、1ヶ月以上待たされたあげくのはてに、完全に期待を裏切られたゼロ回答というべきものであった。

1997年10月6日の山一最初の富士銀行訪問から、11月11日の富士銀行からの最終回答にいたるまでの、失われた1ヶ月余のマーケットの動きをみると、表1（表1の右端に山一の株価・出来高を表示）が示すように、11月6日にムーディーズが、山一の社債格付けについて引下げの方向でクレジット・ウォッチすると発表している。一方、山一の株価をみると、富士銀行に簿外債務を初めて発表した10月6日に252円（東証終値）であったのが、その後下落に転じて11月11日には165円で終わっている。いわゆる「市場の圧力」が富士銀行の山一への

対応をより慎重にさせたことは想像に難くない。

面談を拒否し続けていた富士銀行の山本(頭取)が野澤の訪問を初めて受諾したのは11月14日であった。山本の回答は11月11日と同様の内容であったが、山本は何か言わなければ悪いと思ったのか、外資との提携を、一般論として盛んに野澤に勧めたとのことである。

いずれにしても、山一にとっては意味のない最終回答を得るために待たされた期待と不安の1ヶ月以上にも及ぶ空白期間が、大きな痛手であったことは理解できる。バブル崩壊後、富士銀行と山一は同業他行、他社に比較して極端に体力が低下していた。そのようななかで、メインバンク関係を続けることに相互に利益がないまま、なしくずし的に時間が推移していたのである。山一が最終段階になっても富士銀行を信頼し、身を托し続けたのが誤りであったとの指摘が少なくない。

以上、山一の破綻を内生的要因(山一固有の問題)と外生的要因(証券市場をとりまく環境)に区分して考察してきた。後者には、ここで取り上げた2つの事象以外にも、株式市場の暴落と長引く低迷、市場の圧力、山一救済のための対政界工作の失敗などいろいろと指摘されている。しかし、これらの外生的問題は、山一破綻の本源的なものではなく、失敗の本質は内生的問題に根ざしていると考えべきである。

たとえば、株式市場の暴落と低迷は全証券業者にかかわる経営の問題であり、山一だけが遭遇した困難ではない。また山一に対する「市場の圧力」の本質は、株式市場や格付け市場の暴力にあったのではなく、真実の事態を隠蔽した山一の場合当たりの経営にあったのである。わが国では市場原理が機能する以前の非市場的現実が長期間支配し続けてきた。たとえ投機が悪だと仮定しても、投機につけこまれる企業の隠蔽や粉飾、非倫理性はさらなる悪なのである。いずれにせよ、破綻直前の付焼刃的な1部の山一の役員や元役員達による山一への忠義立てを装った政界工作や外資との提携話は当初から成功の見込みのないパー



パフォーマンスに過ぎなかった。

山一の死にいたる病は、先述した山一の内生的要因(山一固有の問題)、すなわち「長期にわたる業績の不振」と、違法にしかつ倫理規範を欠いた「簿外債務」の存在であった。消滅した山一が残した教訓は、恒常的に業績の低迷する企業が立ち直るためには、現在が如何に苦しく、また他者からいかに強い批判を浴びようとも、目先にとらわれずに根源の治療のみを考えてそれに専念すべきであるということである。その上で、証券業における倫理のもつ意義を根底から問い直すことにあると思われる。

### 3. 山一破綻の根幹にあるもの－企業文化－

山一破綻の研究の過程のみならず、日常生活のなかにあっても、片時も心を捕えて離れることがなかった自分自身への問いかけは、事後的に山一が破綻した諸要因を列挙し分析することは可能であるとしても、山一という大企業の破綻の底流にある本質、換言すれば、破綻にいたらしめた多くの具体的な事象全体のなかからえぐりにとって示すことのできる、目に見えない本源は一体何であるかという根本的問題であった。

上記の問題を角度を変えてみると、山一の消滅の過程で生じた「簿外債務」をはじめとする、かすかすの過ち(手数料ノルマの過度の重視、顧客の利益を軽視した営業、出世の階段を駆け上がるための目先のみにとらわれた幹部社員のみにくい行動など)に触れるなかで、深く考えさせられるのは、山一の破綻の責任が、日高から経営を受け継いだ植谷とその後の横田、行平、三木（なかでも「簿外債務」を発生させた行平）というリーダーシップ機能を欠いた歴代社長達にあったことは論を俟たないにしても、どうして数多くの役員や社員が非倫理的、反社会的経営行為を犯す会長や社長に唯々諾々と加担する「人間集団の誤謬<sup>9)</sup>」が生じたのかという疑問である。

山一の社員の大多数は、社内では勤勉にして有能であったし、社外にあって常識に富み、善良かつ親切な普通の社会人であり一般市民であったと容易に想像できる。そのような真面目な人間達が何故、山一といった1つの企業に所

属すると、たとえば簿外債務という違法な行為に、何百人という役員や従業員の集団が良心の呵責をいささかも感ずることなく会社に協力したのかという構造的腐食の問題は、上述した山一破綻の本質、本源という論点と切り離して考えることができないのである。

ついでながら、前述してきた所見は山一という1企業の立場から論述しているが、むしろわが国企業一般に共通する現象でもあるという認識を深くするところである。

山一の破綻の根源にあるものは何であるかを尋ねて、すなわちその地層を求めてこれまで足を踏み入れてきたが、正直言って確定的な答えを見い出すことは困難である。企業の盛衰は単線的なものではなく、重層的かつ複合的産物であり、従って統一解は存在しないという見方が正しいのかもしれない。しかしながら、筆者は山一の歴史との対話のなかで、「企業文化」といわれているものが、山一の破綻(とりもなおさず大企業の破綻)と深層において、唯一絶対とはいえないまでも、たいへん深いかかわり合いをもっていると考えられてならない。その意味において、以下、山一の企業文化の論述を試みるが、それに先立って筆者の長い企業人生のなかで体得したともいえる企業文化についての実証的観点を紹介しておきたい。

企業の存在は立派な本社屋や役員室、会議室、役員用専用車などの目にみえる存在にあるのではなく、従業員の精神のなかにあると考えられる。その従業員の精神に宿る企業文化なるものの実体を示せといわれても、とらえどころがなく、目にみえない代物であるため示しようがないのである。しかしながら、企業文化をもたない企業は存在しないといってもよい。ただ、企業によって「強い文化」をもっているか、「並みの文化」をもっているか、「弱い文化」をもっているかの違いがあるだけなのである。

その上で、それでは「強い文化」とはどのような文化かと尋ねられても、各企業によって内容が異なっているため、あるいは、文化は時代の激変にともなうて変わるべきものでもあるため、画一的に説明することは困難である。従って、ある超優良企業の文化の具体像を示すことが、イメージとしての理解に、

より役立つように思われる。

ここでは、GE (ゼネラル・エレクトリック社)の例をあげることにする。GEは思慮深く、ゆったりとした企業文化を持っているとされている。GEでの成功は真剣に仕事にとり組めること、同僚への配慮、権威に対する節度を守った従順さ、そして慎重さにかかっている<sup>10)</sup>。こうした文化を、GEで成功した人が転職することによって他社に持ち込んでも、彼が評価されるとは限らない。他社には他社の企業文化が存在しているからである。しかし、GEの驚くべき持続的成功には、上述したところのGEの企業文化(強い文化)が大きな推進力として働いていることは確実なのである。

「強い文化」は従業員に、非公式ではあるが、いかに行動すべきであることを明確に示すのである。文化とは強制的で威圧的な科学的分析を駆使した経営管理手段ではない。一方、「弱い文化」では従業員は何をなすべきか、いかにすべきかが理解できずにいるなかで、思考や行動がばらばらになり、目先の後ろ向きな怠惰な文化につけ込まれることになるのである。

企業にとっては、なぜ「強い文化—信念」が必要であるかの問いかけに対する回答は、長期的に優秀な成績をあげている企業はすべて強い文化の企業であるということに尽きる。それは統計が示すところである<sup>11)</sup>。

企業が強い文化をもつために、まず経営トップのなすべきことは、自分達の企業がすでにどんな文化を持っているかを、たとえそれが「弱い文化」であったとしても、探り当て発掘することである。そして経営トップが成功したければ、自企業の文化を正確に把握し、もしそれが「強い文化」であったならば、ますます伸ばすために磨きをかけ、「弱い文化」であったとしたならば、時代の要求に合わせて、どんなに辛くても、新しい「強い文化」を作り上げることである。

山一の企業文化特性については「第9章山一証券と企業文化」において述べたところであるが、それらのなかで大戦前から確立されていて、社内のみならず、社外にも広く認められていたのは「法人の山一」、「株式の山一」と呼ば

れ続けてきた2つの文化であり、これらは本来、山一の誇る「強い文化」であった。そして現在にいたっても、法人営業と株式営業の重要性は証券会社の経営にとって、いささかも変わるものではない。

問題は、山一が「法人の山一」の名声と自信のなかで、大戦直後の「証券民主化運動」が単にアメリカによる御仕着せではなく、わが国の個人金融資産が将来にわたって大きく成長するなかで、個人顧客層の開拓が、とてつもなく重要な戦略であることを洞察できなかった、あるいは洞察することが遅きに失した経営の責任に帰着するのである。元来、旧来から存在する文化がつねに新しい文化と矛盾するものとは限らない。このような場合、新しい価値観を古い文化に上手に接ぎ木し、時間をかけて新しい行動規範を伸ばしながら、新しい文化(山一でいえばリテール営業の強化)を定着させるべきであった。

次いで触れるのは前述した2つのケースと違って外から気付かれないところの山一社内に存在する「弱い企業文化」である。破綻した企業は、いくつかの弱い文化を持っていたが故に破綻したのであることを考えると、好むと好まざるとにかかわらず、その原因となった弱い文化が強調されざるをえない。以下に列挙する山一の弱い文化特性は、大戦後になってから根ざすようになったとみられるが、とくに1965年の山一の経営破綻による日銀特融事件以降になって強く社内に頭をもたげてきたものである。それらの文化特性は形や自覚のないものであったがために、変えていくといった努力はなされなかったし、変革を実行することが困難な種類のものであった。

山一に内在した弱い文化特性を改めて整理すると、①他者依存的体質(他者とは上司や行政などの権威、業界の慣習、前例、既成概念等を指す)②倫理観の欠落(他3社との業績比較での劣位を極端に怖れての、利益至上主義からくる利益のためには何をしてでも許されるという考え方)③長いものには巻かれる性向(経営トップ、上司に対する過剰な追従と忠誠心)④身内をかばいあって、争いを好まない社風(派閥の形成)⑤隠蔽の体質(都合の悪いことは一部の経営者によって密室で処理されて、公開されない)などである。上記の5つの文化特性は山一に限らず、弱い文化をもつ企業(その結果として企業業績が低迷し

ている企業)の一般的特徴ともいえる。

企業の構造やシステムといった目に見えるものの変革は、経営トップとの合議を通じてマネジメント機能として実践されることが可能であるが、文化の革新は企業トップでしかなし得ない。何故ならば、文化はリーダーシップの領域に属するからである。

大戦後(1945)間もなく、山一の業績は4社比較において傾向的に低迷しはじめるが、その間の戦後から破綻のいたるまでの52年間に、8人の社長が就任している。この歴史のなかで、2人の社長が文化の変容の必要性を自覚し、それへの挑戦を試みているのを読みとることができる。すなわち、2人とは日高輝(1964～72)と横田良男(1980～88)である。日高は、法人の山一に対する自信とこだわりから、証券大衆化路線に後れをとることによって経営の失敗を招いた小池・大神路線の後を継いで、日産化学工業の社長の座から山一の社長に就任していた。

日高の文化変容のための価値観は、従来の山一の文化にはなかった新しい理念であった。すなわち、「4社間のシェア競争のための営業は、山一の経営理念に反する」「経営上の問題は隠蔽することなく話し合う」「顧客とともに繁栄する」といった内容であった。しかしながら、日高の理念は実現することなく、そして後継者にも受容されることなく終った。日高の企業文化を変えようとする試みが不発に終った原因は2つ考えられる。第1は、突然外部から迎え入れられた、いわゆるよそ者を、身内をかばいあい仲間意識の強い山一の企業体質が歓迎するはずはなく、山一の経営幹部はひたすら日高が去って山一プロパー社長が復活することを待ち望んでいたこと、第2は文化を変えるためには、過去の文化を十分に掌握し、それを新しい形に作り直すことが必要であるが、日高は、元来、バンカーであり、短期間で証券会社である山一の旧来の文化を十分に理解することが困難であったという無理からぬ事情があったことである。

横田の場合であるが、彼が山一の企業文化——法人営業を重視し、リテール営業を軽視する思考様式、あるいは自社の収益のためなら、顧客の立場を顧みない営業行動様式など、すでに述べてきたいくつの山一のもつ価値観——を掌

握し、それを新しい形に作り直す必要性を自覚していたことは確かである。社長就任の初期の段階では、変革の推進に強い熱意を示したが、やがて4社比較における業績の低迷にあせりを感じはじめ、伝家の宝刀である法人営業への依存に回帰することになった。それにともなって横田の文化変革への挑戦意欲は萎えて、改革は成功することなく終った。

日高、横田の企業文化を変える試みが失敗したのには、それぞれの個有の事情もあるが、2つの共通した理由があったように思われる。その1つは、彼等が、時代の流れや業界の変化とともに、山一が新しい企業文化を必要としている事実を、勇気をもって全従業員に自分の声で訴えかけなかったことである。時代・業界の変化とは、個人金融資産の増大にともなうリテール顧客層の開拓の必要性、国際化による証券市場の変容と拡大、新証券商品開発の加速化、企業倫理の重要性などである。

取締役会、部店長会議、その他の公式の幹部会議を通じて、旧来の文化の果たしてきた役割を称讃しつつも、リスクを怖れず新しい文化の構築にチャレンジし、それには時間を要するが、必ず全員で成し遂げようと説得し、全従業員に力強く宣言するべきであった。日高はある程度、部店長会議などで、変化を生む必要性を強調した形跡がうかがえるが、横田は旧来の文化を取り除き、新しい文化を導入することは想像を絶する困難な作業になることに怖れをなしたのかどうか、文化の変革を公的に口に出すことはなかった。要約すれば2人の社長は文化革新をアピールする公的スピーチを行った上で、それを段階的にフォローアップするという手続きを怠ったということになる。

2つには、新しい文化を導入することが、同意されたとしても、段階を踏んだ計画と実践が必要である。新しい企業文化の導入が必要であると考えた日高、横田は共に率先して社内に公約することはなかったが、文化変容のプロジェクトを独立して進めさせたといわれている。具体的には、企画室、人事部、研修部を通じて検討がなされるなかで努力が続けられたが、新しい文化を旧来の文化に接木しながら新文化を浸透させるという意図は実現されることはなかった。何故ならば、上記の各部はスタッフ部門、ないしは管理部門であるという理由

のために、企業全体の心の改革を行うには力不足の立場にあったからである。特に企業利益を生む中心である営業本部と法人本部の営業体を教育し、変革に協力させることは、当初から彼等には不可能なことであった。

このことは、企業文化の変革という大事業を達成するためには、企業トップが先頭に立つとともにリーダーシップをもった人材の参加と協力が不可欠な要件であることを教えている。

## おわりに

ロバート・ソーベルの著作「大企業の絶滅」はアメリカの大企業15社の経営破綻を描いたものである<sup>12)</sup>。各業界分野で一時代を風靡した企業が、なぜ凋落するにいたったかを各企業の歴史のなかで追求している。

それによると、15社の破綻の原因は各企業によってさまざまであるが、15社すべてに共通する要素が1つ存在している。すなわち、いずれの場合も大成功をおさめたあと、大失敗（経営判断の誤り）をしているという事実であり、そしてその後、これらの企業は衰退するかあるいは破産して終わっている。偶然の一致ではすまされない現象であり、その根幹にあるものは、事業の大成功が最高経営者にもたらした、ある種の傲慢さと驕りではないかと推察される。

わが国証券業においても、1980年代の株価バブルの発生による4社の超好業績が、次第に経営者の傲慢さを肥大化させていった。証券界を席卷した証券不祥事（第7章証券不祥事と企業倫理 参照）がそのことを如実に示している。その延長線上にあって、4社のなかで山一だけが消滅したのは、92年に行平（社長）の指示によって、「ニギリ」と「トバシ」行為を通じて生じた法人顧客の損失を「簿外債務」によって解決するという、違法にして非倫理的な処理が行われた結果である。92年といえば、株式市場はすでに下落傾向のさなかにあったが、株価は必ずどこかで反騰に転ずるといった根拠なき行平の信念が「簿外債務」の発生を山一にもたせることになった。このような裏付けのない信念はバブル景気に酔った傲慢さから生じたものであり、つまり、驕りが経営判断の誤りを招いたのだということができる。

さらに同書は、15社すべてに共通のものではないが、15社のなかの複数企業に共通する失敗の要素を挙げているが、それらを以下に参考として羅列すると、①自社の業務と関係のない分野への不用意な新規参入、②たとえ有望な業務であっても、資金繰りの不如意は問題を生じさせる、③顧客の利益を考えない経営、④政治家や官僚など権力機構を怒らせることなどである。前述の4つの要素は、主として製造業に関係する②を除いて、山一のみならず他の衰退ないしは破綻した証券会社や金融機関に照らし合わせて説得的であるように思われる。

最後に「山一破綻と論文提出者との関係を提出者自身はどうみているのか」という問題に短く触れておきたい。わが国の社会風土には、舞台から消え去った人々を追い詰めることを潔しとしない風潮が根付いている。しかし公の歴史を語るなかで屹立してくるのは個人の歴史である。本論文の執筆目的については「はしがき」において具体的に述べたところであるが、その目的を達成するにあたり、山一の経営史を語るなかで旧関係者に言及せざるをえなかったが、そのあたりの事情をご勘案ご理解いただければと願っている。なるが故に、尚更、論文提出者が山一の経営の一端を担っていた時期(1978～85)における自己評価ないしは自己批判を下すことが、ここでは避けられないものと思われる。そのような視座に立って、以下、論文提出時における自己の心境ないしは所感を封印することなく述べておくことにする。

山一が経営破綻したのは1997年であり、論文提出者が山一における職を辞したのは破綻の11年前であることを考えるとき、この破綻に当人が直接責めを負う事情はないといっても許されるであろう。しかしながら、ここで自己言及しなければならない重要なことは、山一の消滅にいたる歴史を描くなかで、元経営者を批判し続けてきた以上、論文提出者が取締役・常務取締役の在任中に経営者として、本来の責務を全うしえたと言い切ることができるのかという、自らに対する戦慄的な問いかけである。

自身が山一の経営者であった時代を振り返ってみるとき、自分が経営執行責任者として委任されていた各部署（本部・部・支店・関連会社など）の業務においては人並以上に成果を収めてきたという自負はある。しかし、経営者とし



ての自己を凝視するとき、残念ながら、経営の現状を的確に点検・把握するとともに、新しい時代を予見し、それに対する経営戦略を構築する、取締役としての職務を遂行することなく終わったと答えざるをえない。

勿論、この事実は論文提出者の経営者としての能力や素質の欠如という点も考慮されるべきであるが、むしろ基本的には個人に帰する問題ではなく、山一取締役（山一だけではなくわが国企業取締役と言い換えるべきであろう）に共通した経営態様であったと思われる。その基底に、わが国の大多数の企業が歴史的に「肩書に関係なく自由闊達に意思決定する」組織構造になかったということがある。その背景として2つの側面が指摘される。

第1は、わが国の経営システムの特異性にある。問題点の①は、商法第260条により本来は取締役会から監督されるべき社長が、取締役に関する人事権を掌握しているという奇妙な矛盾である。②は取締役全員が社長指名による、社内昇進の内部取締役で構成されている現象である。③は大多数の取締役が業務執行の責任者（本部長・部長・支店長など）を兼任している事実である。④は取締役の間に社長を頂点とする内部職階制（副社長・専務・常務・平取締役など）が形成されていることである。以上をみても、わが国では経営者機能の中に占める社長の地位が突出して強力であることが理解できる。社長の意に反する意見や行動は自己の失脚につながることを考えるとき、経営者機能の中心である革新のための経営批判を社長に対して口にする勇気をもつ取締役は極めて希少であろう。

第2であるが、社長の意に反する思考や行動が困難であるシステムが経営のなかに内蔵され続けてきたと先述したが、それを可能ならしめた要因に、社長を除く経営陣の「知の貧困」がある。つまり、取締役に経営に関する全般的学習の不足と知識水準の低さという問題があったことは否めない事実である。例を山一にとると、大学を卒業した新入社員達は入社以来、企業利益の極大化と4社間競争に勝ち抜くことのみが神聖な使命であり、かつ社長や上司に忠誠を尽くすことが出世への早道であると飼育され続けてきたといえる。そのような環境下で、多くの同僚を尻目にやっと取締役に抜擢されたとしても、その間経

営についての継続的学習経験のない彼等にと締役に必要なマネジメント能力が身についていないのは、当然の理である。そのようにして生まれた経営者たちが社長の面前で自己の経営ビジョンや経営戦略を整然と開陳する実力や信念をもちあわせることは不可能であったといわなければならない。

筆者は1986年に外資系証券会社に転じ、その後90年には外資系資産運用会社に身を置いたことは既述のとおりであるが、有り体にいって、山一時代の30余年間は日本型経営システムのなかで育った会社人間であった。そのような人間がマネジメントやリーダーシップといった普遍的な経営課題について考えさせられ、勉強する機会に恵まれたのは外資系企業の経営に参加して以降のことである。

注)

- 1) 読売新聞社会部『会社は何故消滅したか』新潮社、1995、294頁。筆者も元事業法人幹部に事実を確認している。
- 2) 同上書、256～7頁。260～2頁。
- 3) 同上書、256～8頁。
- 4) 同上書、296頁。
- 5) 津田真澄『日本の経営文化』ミネルヴァ書房、1994、17～49頁。
- 6) 草野厚『山一証券破綻と危機管理』朝日選書、1998、306～7頁。
- 7) 同上書、307頁。
- 8) 破綻した企業が海外に資産をもっている場合など、複数の国にまたがる倒産の処理手続きを定めた法制。2000年7月、国際倒産法制の最終案がまとまった。日本国内で始まった倒産手続きについて、破産法や会社更生法などを改正し、破綻した企業の海外資産も倒産手続きの対象に含め、日本の裁判所の財産保全命令などが海外でも効力を発揮できるようにする。外国で始まった倒産手続きに関しては、東京地裁がどこまで国内に適用できるかを承認し、海外の管財人らによる国内資産の野放図な持ち出しや財産処分を制限する。
- 9) フランスの歴史家マルク・ブロックの著書『奇妙な敗北』のなかの言葉。読売新聞社会部、前掲書(注1)296頁。
- 10) Deal, T.E. and Kennedy, A.A., Corporate Cultures, Massachusetts, Addison-Wesley Longman Inc., 1982(城山三郎訳『シンボリック・マネジャー』岩波書店、1997年、23頁)。
- 11) ディールとケネディがマッキンゼーのコンサルタントを通じて実施した調査である。アメリカの大企業のおよそ80社を対象としたもので、質問内容の要旨は「明確な文化があるか、あるとすればどんな文化であるか」といったものである。その結果は、文化的信念をもって

いると回答した企業は18社であったが、その18社すべてが、一貫してめざましい業績をあげている会社であった。ディールとケネディは、常に好成績をあげている会社の特徴が、強い文化の会社であると述べている。

12) Sobel, R., When Giants Stumble, Prentice Hall Direct, 1999 (鈴木主税訳『大企業の絶滅』ピアソン・エデュケーション)。

## 参考文献

Anderson, J.W. (1985), *Corporate Social Responsibility*, Westport, Greenwood Publishing Group, Inc.

(百瀬恵夫監訳「企業の社会的責任」白桃書房、1994年)

有沢広巳監修(1995),『日本証券史(1)』日本経済新聞社.

有沢広巳監修(1995),『日本証券史(2)』日本経済新聞社.

安藤光俊(1999),『経営学と組織文化』高文堂出版社.

Barnard, C.I. (1968), *The Functions of The Executives*, Harvard University Press.

Bradford, D.I. and Cohen, A.F. (1998), *Power Up*, John Wiley & Sons, Inc.

Carroll, A. (1993) *Business and Society*, 2nd ed., South Western.

Deal, T.E. and Kennedy, A.A. (1982), *Corporate Cultures*, Addison-Wesley.

(城山三郎訳「シンボリック・マネジャー」新潮社、1998年)

Drucker, P.F. (1993), *The Effective Executive*, Harper Collins Publishers.

(上田博生訳「経営者の条件」ダイヤモンド社、2000年)

Drucker, P.F. (2000), *The Essential Drucker on Individuals*, Tokyo, Tuttle-Mori Agency.

淵田康之(1997),『証券ビッグバン』日本経済新聞社.

深尾光洋・森田泰子(1994),「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理」『金融研究』第13巻3号.

二上季代司(1990),『日本の証券会社研究』東洋経済新報社.

二上季代司(2000),「証券会社の経営組織と人事制度」『証券経済研究』第27号.

Friedman, M. (1962), *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press.

Friedman, M. (1970), *The Social Responsibility of Business*, New York Times magazine, Sept 13.

橋本寿朗(1999),「証券会社の経営破綻と間接金融・長期雇用システム」『証券経済研究』第19号.

橋本寿朗(1999),「山一証券の経営破綻と銀行管理下の再建」『証券経済研究』第21号.

広瀬仁紀(1987),『野村証券創業の精神』三笠書房.

生駒道弘・榊原茂樹編著(1998),『経営財務と証券市場』千倉書房.

石井茂(1998),『決断なき経営』日本経済新聞社.

石原定和(1997),『米国市場の変貌と証券政策』千倉書房.

印南一路(1999),『すぐれた組織の意志決定』中央公論新社.

伊丹敬之(2000),『経営の未来を見誤るな』日本経済新聞社.

伊藤秀史編(1996),『日本の企業システム』東京大学出版会.

伊藤元重(1998),『市場の法則』講談社.

岩田規久男(1998),『金融法廷』日本経済新聞社.

ジェミニ・コンサルティング・ジャパン(1997),『経営の断層』ダイヤモンド社.

角川総一(1985),『何故金融は野村証券なのか』明日香出版社.

川北英隆(1995),『日本型株式市場の構造変化』東洋経済新報社.

河野光雄(1978),『野村証券』金融財政事情研究会。  
 経済企画庁編『経済白書』各年版。  
 経済企画庁編(1997),『戦後日本経済の軌跡』大蔵省印刷局。  
 経済企画庁経済研究所編(1998),『日本のコーポレート・ガバナンス』大蔵省印刷局。  
 北澤千秋(1999),『誰が会社を潰したか』日経BP社。  
 北島忠雄(1996),『現代の証券市場』白桃書房。  
 小林薫編著(1991),『海外企業の社是・社訓』日本生産性本部。  
 小林和子(1998),「証券業免許制と免許行政の評価」『証券経済研究』第16号。  
 小林和子(1999),「証券会社のコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』第19号。  
 小林和子(1995),「証券恐慌がもたらした証券行政の転換」『証券研究』Vol.112。  
 小沼啓二(1997),『野村証券の崩壊』光文社。  
 Kotter, J.P. (1996), Leading Change, Harvard Business School Press。  
 久保利英明(1997),『法化社会へ日本が変わる』東洋経済新報社。  
 久保利英明(1998),『違法の経営、遵法の経営』東洋経済新報社。  
 草野厚(1998),『山一証券破綻と危機管理』朝日選書。  
 Levitt, T. (1998), Thinking about Management, New York, The Free Press。  
 (熊沢孝訳「有能な経営者」ダイヤモンド社, 1998年)。  
 間宮陽介(1999),『市場社会の思想史』中公新書。  
 松谷明彦編(1995),『日本の証券市場』財経詳報社。  
 宮坂純一(1999),『ビジネス倫理学の展開』晃洋書房。  
 宮本惇夫(1989),『野村証券の5人の社長』日本実業出版社。  
 宮本光晴(1997),『日本型経営システムの深層』東洋経済新報社。  
 水谷雅一(1998),『経営倫理学のすすめ』丸善ライブラリー。  
 森本三男(1991),『経営組織論』(財)放送大学教育新興会。  
 日本経済新聞社編(1998年),『日本が震えた日』日本経済新聞社。  
 『日本経済新聞社』, 各号。  
 『日経金融新聞』, 各号。  
 『日経ビジネス』誌, (1998年2月, 3月発行各号)。  
 (財)日本証券経済研究所(1992),「銀行と証券、自己資本比率規制」『証券資料』No.120。  
 (財)日本証券経済研究所(1998),『日本の株価水準研究グループ報告書』。  
 (財)日本証券経済研究所(1998),『業際問題を超えて』  
 日本証券経済研究所総合調査部編(1997),『わが国のコーポレート・ガバナンスの今後の課題』  
 証券団体協議会。  
 西村清彦・三和芳朗編(1990),『日本の株価・地価』東京大学出版会。  
 野口悠紀雄(1992),『バブルの経済学』日本経済新聞社。  
 野村証券50年史編纂委員会(1976),『野村証券50年史』野村証券。  
 野村証券金融研究所(1999),『証券統計要覧』野村証券。  
 日本開発銀行(1992),「80年代のマネーフローと今後の企業金融」『調査』第162号。

- 翁百合(1998),『情報開示と日本の金融システム』東洋経済新報社.
- 荻野博司(1995),『問われる経営者』中央経済社.
- 奥村宏(1991),『法人資本主義』朝日文庫.
- 奥村宏(1995),『法人資本主義の運命』東洋経済新報社.
- 大橋敬三(1995),『株主代表訴訟』中公新書.
- 大林敬一、他(1998),『株式会社のマイクロストラクチャー』日本経済新聞社.
- 大蔵省印刷局『有価証券報告書総覧』(1997年、1998年4大証券会社分).
- 尾高邦雄(1984),『日本的経営』中央公論社.
- Post, F.W., Lawrence, J.E., and Weber, J. (1996), *Business and Society* 8th Edition, McGraw Hill.
- (出見世信之「企業統治問題の経営学的研究」文真堂、1997年).
- Peters, T.J. and Waterman, R.H. (1982), *In-search of Excellence*, Harper & Row Publishers.
- (大前研一訳「エクセレント・カンパニー」講談社、1983年).
- Roe, J.M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton University Press.
- (北條裕雄・松雄順介監訳「アメリカの企業統治」東洋経済新報社、1996年).
- Rappaport, S.P. (1988), *Management On Wall Street*, Dow Jones-Irwin, Inc.
- (藤原英郎訳「アメリカの証券会社」東洋経済新報社、1991年).
- 佐伯啓思(1993),『欲望と資本主義』講談社.
- 佐賀卓雄(1991),『アメリカの証券業』東洋経済新報社.
- 西條信弘(1999),「日本版ビッグバンと証券市場」『証券経済研究』第19号.
- 斎藤美彦・須藤時仁(1999),「メインバンクとコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』第22号.
- 境屋太一(1993),『組織の盛衰』PHP研究所.
- 榊田望(1995),『兜町戦史』ダイヤモンド社.
- 参詣新聞金融犯罪取材班編(1999),『呪縛は解かれたか』角川書店.
- 佐々木晃彦編(1994),『企業文化とは何か』北樹出版.
- 佐々木信二(1998),『山一証券突然死の真相』出窓社.
- 佐和良作(1997),『日本のビッグバン』ダイヤモンド社.
- Schein, E.H. (1985), *Organizational Culture and Leadership*, Yossey Bass.
- 資本市場研究会編(1999),『証券会社のフロンティア』清文社.
- 清水龍瑩(1995),『経営者能力論』千倉書房.
- 清水龍瑩(1998),『日本型経営者と日本型経営』千倉書房.
- 渋谷博史(1999),「アメリカの機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』第22号.
- 資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会(1993),『資産価格変動のメカニズムとその経済効果』(財)日本証券経済研究所.
- Sobel, R. (1998), *When Giants Stumble*, Pearson Education.
- (鈴木主税訳「大企業の絶滅」ピアソン・エデュケーション、2001年)

Steveson, H.H. (1998), *DO Lunch or Be Lunch*, Harvard Business School Press.  
 Spero, J.E. (1980), *The Failure of The Franklin National Bank*, New York, Columbia University Press.  
 首藤恵(1997), 『日本の証券業』.  
 鈴木芳徳(1998), 『明治の取引所論』 白桃書房.  
 Thurow, L.C. (1996), *The Future of Capitalism*, LEGHCO Inc.  
 高橋俊夫編著(1995), 『コーポレート・ガバナンス』 中央経済社.  
 高 巖, トーマス・ドナルドソン(1999), 『ビジネス・エシックス』 文真堂.  
 武田康(1995), 『野村商法物語』 中央公論社.  
 田中正継(1998), 『日本のコーポレート・ガバナンス』 経済企画庁経済研究所.  
 津田眞澄(1994), 『日本の経営文化』 ミネルヴァ書房.  
 東京証券取引所調査部(1997), 『証券統計年報』.  
 Thomas, J.N., James, M.C. (2000), *Lessons from the Top*, Maryland, The Sagalyn Liberty Agency.  
 『東洋経済別冊No.93』 誌(1998), 「山一証券消滅の全記録」.  
 『会社四季報』, 東洋経済新報社、各集.  
 内田茂男(1995), 『日本証券史(3)』 東洋経済新報社.  
 植田和雄(1989), 「わが国の株価水準について」 『日本経済研究』 第18号.  
 梅澤正(1994), 『顔の見える企業』 有斐閣.  
 梅澤正・上野征洋編(1995), 『企業文化論を学ぶ人のために』 世界思想社.  
 梅澤正(1997), 『サラリーマンの自画像』 ミネルヴァ書房.  
 渡辺茂・山本功(1992), 「日本企業のコーポレート・ガバナンス」 『財界観測』 9月号.  
 山一証券社史編纂室(1985), 『山一証券史』 山一証券.  
 山一証券(1975), 『山一証券年表』 山一証券.  
 山一証券社内編纂委員会(1998), 『山一証券の百年』 山一証券.  
 山一証券社内調査委員会(1998), 『山一証券社内報告書』 山一証券.  
 読売新聞社会部(1998), 『背信——山一証券崩壊迄』 読売新聞社.  
 読売新聞社会部(1998), 『会社発表何故消滅したか』 新潮社.  
 米沢康博(1995), 『株式市場の経済学』 日本経済新聞社.  
 吉田和男(1996), 『日本型経営システム』 東洋経済新報社.  
 吉野俊彦(1998), 『企業崩壊』 清流出版.  
 4大証券会社『有価証券報告書』、各期.  
 4大証券会社『営業報告書』、各期.

東京地方裁判所(2000.3.28)「被告人 行平次雄・三木淳夫の証券取引法違反、商法違反事件  
 に対する判決宣告全文」 刑事第一部・裁判長 金山薫.